

BANCO
DE
ESPAÑA

boletín económico

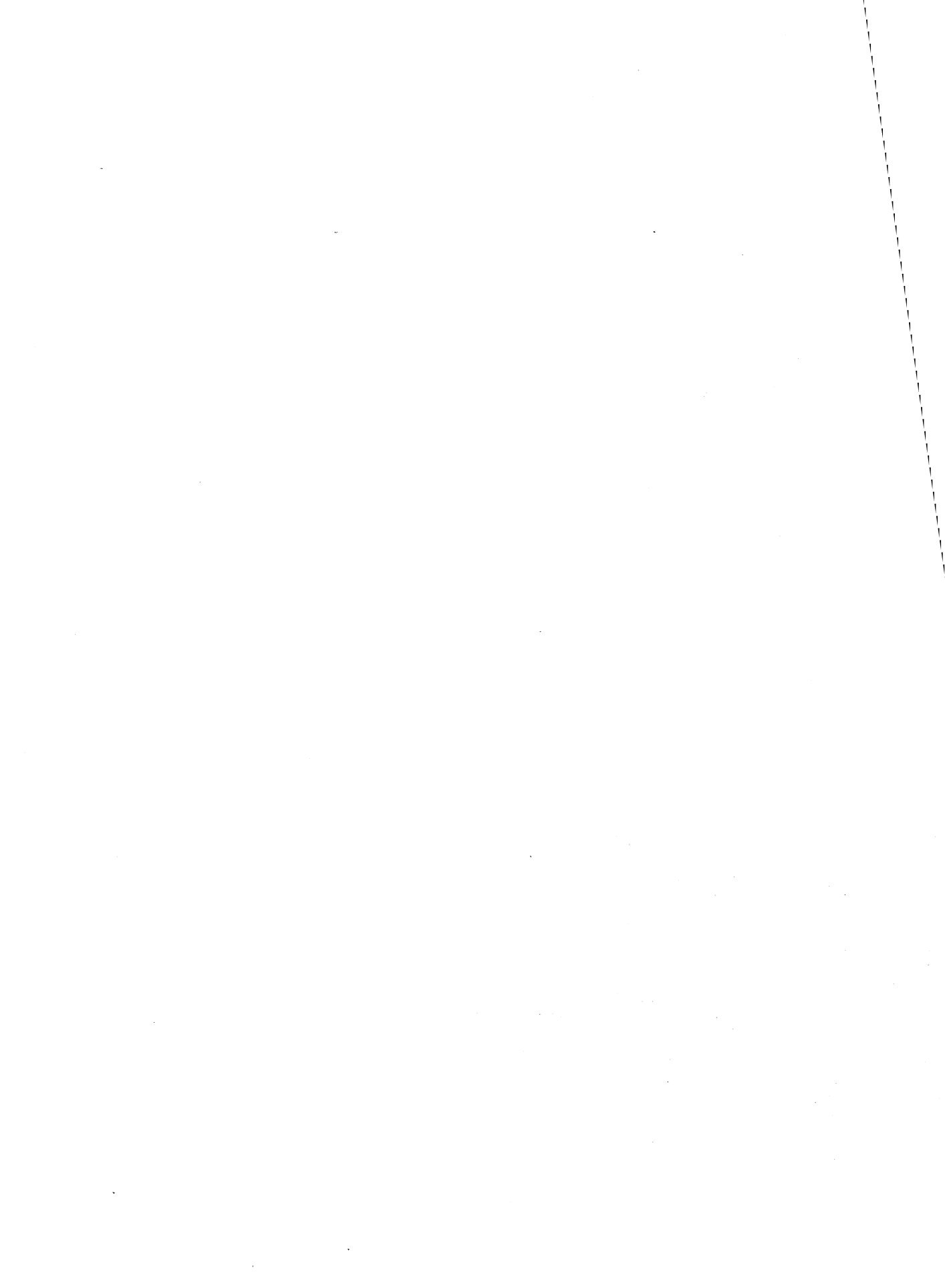
mayo 1991

SIGNOS UTILIZADOS

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- ∅ Referido a datos anuales (1970 ∅) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- mm Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha (enero (p)), indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente ésta es provisional.
- M_1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M_2 M_1 + Depósitos de ahorro.
- M_3 Disponibilidades líquidas = M_2 + Depósitos a plazo.
- ALP Activos líquidos en manos del público = M_3 + OAL (otros activos líquidos en manos del público).
- T_j^i Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.

Indice

	<u>Página</u>
Evolución monetaria	5
La cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorro en 1990	13
Indice de rendimiento de una cartera de deuda del Estado	29
Mercados de pagarés de empresa. Una comparación internacional	45
La deuda exterior española. Evolución reciente	59
Los factores estacionales del crédito interno para 1991	69
Información del Banco de España	75
Tipos de interés activos libres declarados por bancos, cajas de ahorro y entidades oficiales de crédito. Situación a 30 de abril de 1991	76
Circulares y comunicaciones varias publicadas por el Banco de España	81
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas durante el mes de mayo de 1991	82
Indicadores económicos	83
Artículos y publicaciones del Banco de España	131



Evolución monetaria

Según los datos provisionales disponibles, los activos líquidos en manos del público (ALP) crecieron en abril un 8,1 % en tasa intermensual anualizada, lo que representa una acusada desaceleración respecto a la expansión registrada en los tres primeros meses del año. De esta forma, la tasa desde diciembre de 1990 se sitúa en el 14,1 %, frente al 16,2 % hasta marzo.

Con la información parcial recibida, se estima que el saldo vivo de pagarés de empresa en manos del público, durante el pasado mes de abril, se mantuvo en la línea de moderación que registra desde el inicio del año. De esta forma, el agregado amplio de liquidez formado por ALP más pagarés de empresa creció, en dicho mes, a un ritmo similar al de los ALP (8,7 %), alcanzando una tasa acumulada en los cuatro primeros meses del año del 14,4 %, dos puntos inferior, también, a la correspondiente al primer trimestre.

La notable desaceleración de los ALP en abril se debió al descenso experimentado por los valores públicos en las carteras de las empresas y las familias (-39 mm), que contrasta, vivamente, con los aumentos algo superiores a los 200 mm que por término medio registraron en cada uno de los tres primeros meses del año. Dicho descenso fue consecuencia de la menor pujanza de la demanda ante los

1. Agregados monetarios (Ø)

	Saldos	Variación intermensual (T _i)				Variación acumulada desde		
	mm	%				DIC de 1990		
	1991	1991			1991			
	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	
Activos líquidos en manos del público (ALP)	47.121	17,0	17,3	8,1	15,6	16,2	14,1	
Disponibilidades líquidas (M3)	35.232	15,4	16,9	13,3	16,2	16,4	15,6	
<i>Efectivo</i>	4.651	38,2	16,2	20,6	33,2	27,3	25,6	
<i>Depósitos de la banca</i>	15.135	13,7	16,7	10,0	16,6	16,6	15,0	
<i>Depósitos de las cajas</i>	13.798	12,0	18,3	14,4	10,8	13,3	13,5	
<i>Otros depósitos (a)</i>	1.648	3,5	9,3	14,1	14,5	12,7	13,0	
Otros activos líquidos	11.844	35,0	20,2	-6,5	26,5	24,4	15,8	
<i>Títulos públicos (b)</i>	10.599	39,2	25,7	-4,3	31,3	29,4	20,0	
<i>Otros activos (c)</i>	1.245	5,7	-17,1	-22,7	-5,4	-9,5	-13,0	
PRO MEMORIA:								
ALP más pagarés de empresa	49.467	17,0	16,3	8,7	16,5	16,4	14,4	

Fuente: Banco de España.

(a) Banco de España, cooperativas y otras instituciones.

(b) Pagarés y letras del Tesoro (adquiridos en firme o temporalmente) y cesión temporal de deuda a medio y largo plazo.

(c) Pasivos bancarios: empréstitos, avales prestados a pagarés de empresa, cesión temporal y participaciones de activos privados, letras endosadas y pasivos por operaciones de seguros.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 6 a 11. *Boletín Estadístico*, cuadros IX-1 a IX-4.

sucesivos recortes de los tipos de emisión y la consiguiente moderación de las expectativas de reducción de las rentabilidades que habían imperado en los mercados de deuda en los últimos meses. El saldo de las letras del Tesoro en manos del público prácticamente no registró variación a lo largo del mes, en tanto que el saldo de deuda adquirida temporalmente se redujo en 64 mm. Por el contrario, los pagarés del Tesoro experimentaron un aumento de 24 mm después de cinco meses de continuados descensos. Ello ha podido ser consecuencia, por un lado, del exceso de oferta en el mercado tras la reducción, a finales de marzo, de un nuevo tramo del coeficiente de inversión, que habría posibilitado la materialización en estos valores de los fondos procedentes del denominado «efecto cupón», dada la elevada rentabilidad que ofrecían. Por otro lado, el anuncio de la próxima aparición de un activo financiero fiscalmente opaco, canjeable por pagarés del Tesoro y que ofrecería la última oportunidad de ocultación temporal de rentas y patrimonios, podría haber estimulado la demanda de estos instrumentos.

Los depósitos y el resto de activos líquidos computables moderaron, asimismo, su crecimiento en abril,

con una tasa del 12,7 %, frente a una expansión media mensual del 13,8 % en el primer trimestre del año. Esta evolución fue el resultado del menor crecimiento registrado en los activos líquidos de la banca privada que, desde una tasa del 13,5 % en el primer trimestre, pasaron a crecer al 10 % en abril. Por el contrario, en las cajas de ahorro aumentaron desde el 14,1 % hasta el 15,7 % en los mismos períodos.

El efectivo en manos del público continuó mostrando en abril un ritmo vivo de crecimiento, ligeramente superior al 20 %, pero claramente inferior al que registraba a finales del año anterior y principios de éste.

Los agregados más reducidos, M1, M2 y M3 evolucionaron, también, a ritmos más pausados, situando sus tasas de crecimiento en el período enero-abril en el 24 %, 18 % y 15,6 %, respectivamente, frente al 32 %, 22 % y 16,4 % hasta marzo.

Al igual que ha sucedido con los agregados monetarios, los datos del avance de los balances bancarios muestran para abril un acusado descenso en el crecimiento de la financiación al sector privado. El

2. Financiación a empresas y familias

	Saldos en mm (a)			Tasas de crecimiento %			Variación acumulada desde DIC de 1990 (%)		
	1991			1991			1991		
	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)	FEB	MAR (p)	ABR (p)
	T_1								
SERIE DESESTACIONALIZADA:									
Crédito interno (b)	40.413	41.154	41.041	13,8	24,4	-3,3	23,1	23,5	16,2
	T_{12}								
SERIES ORIGINALES:									
Crédito interno (b)	40.239	40.951	40.995	12,2	13,3	11,4			
Crédito	37.802	...	...	10,8	...	...	
<i>Banca</i>	22.655	...	...	12,6	...	...	
<i>Cajas</i>	10.911	...	...	13,8	...	...	
<i>Resto</i>	4.237	...	...	9,5	...	...	
Valores y mercados monetarios	2.436	...	...	6,1	...	...	
PRO MEMORIA:									
Crédito interno más pagarés de empresa	42.539	43.269	43.369	16,2	16,6	14,5			

Fuente: Banco de España.

(a) Las cifras desestacionalizadas incorporan los nuevos factores estacionales estimados para 1991.

(b) Incluye las transferencias de activos privados.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 13 y 14. *Boletín Estadístico*, cuadros II-12 a II-15, III-12 a III-14, IV-7, VI-8 y IX-9.

3. Tipos de interés (Ø)

%

	Plazo d=día m=mes a=año	Medias mensuales				Medias decenales		
		1990	1991		ABR 1991		MAY 1991	
		DIC	FEB	MAR	ABR	2.ª dec	3.ª dec	1.ª dec
BANCO DE ESPAÑA:								
Subasta de CBE (a)	10 d	14,7	14,6	14,0	13,5	13,5	13,5	13,5
Compras de CBE	1 d	15,1	14,5	14,0	13,7	13,6	13,6	13,6
Préstamos de regulación monetaria	1 d	17,0	14,5	14,4	—	—	—	—
Cesiones de deuda	3 m	—	14,0	14,0	—	—	—	—
TESORO:								
Emisión de pagarés	18 m	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Subasta de letras (a)	12 m	14,5	14,1	12,8	12,5	12,6	12,6	12,5
Subasta de bonos (a)	3 a	—	14,5	14,0	12,7	12,7	—	—
	5 a	—	14,3	13,8	12,6	12,6	—	—
Subasta de obligaciones (a)	10 a	—	—	13,5	—	—	—	—
INTERBANCARIO:								
Depósitos	1 d	14,9	14,6	14,1	13,6	13,5	13,5	13,7
	3 m	15,1	14,7	13,8	13,5	13,4	13,5	13,4
	6 m	15,2	14,6	13,6	13,2	13,1	13,3	13,1
Dobles con letras del Tesoro	3 m	14,1	13,9	13,4	12,6	12,6	12,4	12,4
	6 m	14,2	—	13,1	12,3	12,5	12,0	12,3
Dobles con pagarés del Tesoro	3 m	3,7	3,6	4,4	5,8	5,8	—	5,8
	6 m	4,5	4,3	4,8	5,5	5,5	5,3	—
Letras del Tesoro al vencimiento	12 m	14,5	14,2	13,1	12,5	12,5	12,5	12,4
BANCARIOS:								
Depósitos de la banca	1-2 a	11,3	11,7	11,6	...	...	...	...
Depósitos de las cajas	1-2 a	10,7	10,9	10,9	...	...	...	...
Crédito de la banca residente								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,5	17,8	17,4	...	...	...	...
<i>Preferencial</i>	3 m	14,7	14,7	14,6	14,3	...	...	...
Cto. de la b. extranjera a int. vble.		16,2	15,8	15,2	...	...	...	...
Crédito de las cajas								
<i>A interés fijo</i>	1-3 a	17,5	17,6	17,2	...	...	...	...
OTROS:								
Deuda pública anotada	2 a o más	14,5	14,1	13,2	12,5	12,3	12,4	12,2
Obligaciones eléctricas	3 a o más	14,9	14,2	13,6	12,8	12,3	12,5	12,3

Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés marginal.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 1 a 4. *Boletín Estadístico*, cuadros capítulos XI a XIII.

crédito interno a empresas y familias arroja una tasa de expansión negativa (-1,2 %), mientras que para el agregado ampliado con pagarés de empresa se estima un mínimo avance (0,4 %). Transcurrido el primer tercio del año, la expansión de ambos agregados se sitúa en 15,1 %. Si, además, este dato se corrige por la distorsión asociada al cumplimiento de la restricción crediticia vigente hasta finales de 1990, que supuso una tasa anormalmente baja en diciembre y extremadamente alta en enero, el crecimiento estimado en estos primeros cuatro meses se situaría en el entorno del 12 % para ambos agregados.

La financiación concedida a las Administraciones Públicas por el sistema crediticio y los mercados mo-

netarios registró, en abril, una tasa del 18,9 %, lo que sitúa su tasa acumulada sobre diciembre de 1990 en un -6,8 %, frente al -14 % registrado hasta marzo. La fuerte aceleración experimentada por este agregado en abril, refleja, en alguna medida, la menor financiación proveniente de fuentes externas, dado que la demanda de valores públicos por parte de no residentes ha sido más moderada que en el primer trimestre del año.

Los activos exteriores netos del sistema crediticio registraron un comportamiento expansivo a lo largo del mes de abril. Esta evolución se debió al aumento de las reservas centrales en torno a 2.730 millones de dólares, que se compensaron, en parte, por el au-

mento de la posición deudora de las entidades delegadas en 1.099 millones de dólares.

A lo largo de las tres decenas de abril y la primera de mayo, el Banco de España no varió sus tipos de intervención: el marginal de la subasta decenal de certificados permaneció en el 13,5 %, fijado el 15 de marzo, y los correspondientes a las operaciones diarias de adquisición temporal de certificados y deuda pública se mantuvieron en el 13,65 % y 13,5 %, respectivamente. El Banco trató de mantener estables los tipos del mercado interbancario de depósitos, dentro de una tendencia a la baja de éstos. Para ello, inyectó liquidez todos los días de la primera decena de abril y sólo ocasionalmente en las decenas posteriores. El acusado descenso hacia el que apuntaban las rentabilidades de dicho mercado motivó la realización de operaciones de drenaje en las tres decenas de abril, a tipos del 11,5 %, 13,20 % y 13,25 %, respectivamente. No obstante, al cierre del mes se desencadenó una cierta tensión alcista que obligó a realizar una importante inyección de liquidez, a una parte de la cual se aplicó un tipo penalizador del

15 %. Finalmente, el 16 de mayo, el Banco de España redujo en 0,75 puntos sus tipos de intervención, en vista de la apreciable desaceleración de las tasas de avance de las principales magnitudes monetarias durante el último mes y medio y de la constante presión de la peseta en los mercados de cambios.

El mantenimiento de los tipos de intervención por parte del Banco de España fue debilitando progresivamente las expectativas bajistas sobre los tipos de interés a lo largo del mes de abril. Consecuentemente, el mercado interbancario de depósitos se caracterizó, en dicho mes, por una gran estabilidad. De esta forma, si se comparan los tipos de la tercera decena de abril con los registrados en la tercera de marzo, se aprecian ligeras elevaciones cifradas en 0,1 y 0,3 puntos porcentuales para las operaciones a uno y tres meses, y 0,2 puntos para los plazos de seis y doce meses, habiéndose mantenido el tipo a un día en torno al 13,5 %. Por consiguiente, la curva de rendimientos por plazos, en términos nominales, suavizó su pendiente negativa.

4. Intervención del Banco de España

	1991		1991		ABR 1991		
	ABR	FEB	MAR	ABR	1.ª dec	2.ª dec	3.ª dec
	Saldos			Variaciones absolutas (a)			
Activos de caja	1.554	-8	22	17	-6	-2	8
CONTRAPARTIDAS:							
Circulación fiduciaria (b)	-4.928	15	-106	-26	-44	68	52
Otros factores	4.324	-387	-593	718	158	354	754
Sector exterior	5.882	88	101	362	112	218	52
Crédito al sector público	1.225	-122	-592	364	163	240	572
Cartera de letras del Tesoro	219	-348	-6	-8	4	-9	0
Otros fondos públicos	198	-54	-5	4	5	-2	0
Certificados del BE (b)	-3.121	0	0	0	0	0	0
Cuentas diversas (b)	-79	48	-91	-3	-126	-94	130
Operaciones con las instituciones financieras	2.158	363	721	-675	-120	-423	-798
Préstamos de regulación monetaria (c)	2.109	272	866	-641	-139	-341	-879
Cesiones temporales de deuda (b)	-242	101	-147	-54	-2	-97	74
Otros	291	-9	2	20	21	15	7
	Niveles medios en porcentajes						
EXCEDENTES DE CAJA:							
Sistema bancario	...	0,045	0,050	0,047	0,033	0,043	0,069
Bancos	...	0,064	0,069	0,071	0,051	0,063	0,105
Cajas	...	0,024	0,028	0,020	0,012	0,021	0,029

Fuente: Banco de España.

(a) Medias mensuales o decenales, según el calendario de cumplimiento del coeficiente de caja.

(b) Aumento (-).

(c) Incorpora subasta de préstamos, adquisición temporal de títulos y segunda ventanilla.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núm. 5. *Boletín Estadístico*, cuadros I-1 a I-13, y IX-22 a IX-26.

En la primera quincena de mayo, las expectativas de descenso de los tipos de interés volvieron a manifestarse, tras el nuevo recorte de las rentabilidades que realizó el Tesoro en los mercados primarios de deuda y, sobre todo, por la persistente situación de apreciación máxima de la peseta en la banda del SME. Tales expectativas se vieron confirmadas por la reducción de los tipos de intervención, el día 16 de mayo, antes señalada. Como consecuencia de todo ello, se ha producido en la segunda decena de mayo un desplazamiento paralelo hacia abajo de la curva de rendimientos respecto a la tercera decena de abril, por unos 0,5 puntos.

El debilitamiento de las expectativas bajistas sobre los tipos de interés durante el mes de abril frenó la pujanza de la demanda de letras del Tesoro en los mercados primarios. Aunque el Tesoro mantuvo el tipo marginal en torno al 12,60 %, las emisiones netas fueron descendiendo. Así, en la primera subasta de abril se colocaron 292 mm, aproximadamente, el mismo volumen que vencía, mientras que en la realizada el día 26 se emitieron 243 mm frente a una amortización de 632 mm. En la primera de mayo las colocaciones quedaron 42 mm por debajo de los 309 mm que vencían.

La demanda de valores públicos a medio y largo plazo en abril se mantuvo en niveles altos, pero sin alcanzar los del primer trimestre del año. El Tesoro procedió a rebajar en 1,3 y 1,2 puntos porcentuales, respectivamente, los tipos marginales de las subastas de bonos a 3 y 5 años realizadas el 27 de marzo. Pese a ello, la emisión de bonos a 3 años fue de 152 mm, con un tipo marginal del 12,7 %, quedando 385 mm sin atender. Respecto a los bonos a 5 años, se colocaron 189 mm a un tipo marginal del 12,6 %, frente a unas peticiones de 728 mm. En la emisión de mayo, cuya subasta se realizó el día 3, se produjeron pequeños recortes adicionales en los tipos marginales de los bonos a 3 y 5 años, situándose en el 12,5 % y en el 12,3 %, respectivamente. En las obligaciones a 10 años el recorte fue muy superior (1,7 puntos), quedando situado su tipo marginal en el 11,8 %. El Tesoro colocó 109 mm y 72 mm en los dos primeros casos y 89 mm en obligaciones.

Las emisiones de pagarés del Tesoro realizadas en abril y en la primera quincena de mayo se han visto condicionadas por la reducción del coeficiente de inversión ocurrida a finales de marzo. En efecto, las colocaciones alcanzaron tan sólo 30 mm frente a los 150 mm que vencían. A pesar de estas reducidas emisiones, el exceso de oferta de pagarés ha sido la nota característica de este período, lo que ha provocado una acusada elevación de los tipos negociados

en el mercado secundario, hasta alcanzar niveles en torno al 13 %, similares a los negociados para las letras del Tesoro.

En los restantes mercados secundarios de deuda pública continuaron registrándose en abril y mayo descensos en sus rentabilidades que alcanzaron 0,4 puntos en las operaciones a vencimiento de letras del Tesoro para plazos a 6 y 12 meses y en torno a los 0,8 puntos en los bonos y obligaciones.

El descenso de tipos de interés se ha extendido también a otros mercados. En el de pagarés de empresa, las rentabilidades negociadas se situaron, en abril, en torno al 12,9 % para el plazo de un año, un punto menos que en la primera decena de marzo. Asimismo, algunas entidades han procedido a la rebaja de sus tipos preferenciales y de sus cuentas de alta remuneración, sobre todo, tras la reducción de los tipos de intervención del Banco de España el 16 de mayo.

Durante el mes de abril, la evolución de los mercados cambiarios internacionales ha venido marcada por la continuidad de la apreciación del dólar y la debilidad del marco alemán.

A principios de abril, el Bundesbank aumentó en diez puntos básicos el tipo de interés de la subasta semanal de repos de deuda a un mes. A pesar de ello, la incertidumbre dominante, asociada a las dificultades económicas del proceso de reunificación, junto con la persistencia de la inestabilidad política de los países del Este, provocó una depreciación del marco frente al dólar en torno al 5,6 % en promedio

5. Tipos de interés extranjeros (Ø)

	Medias mensuales			
	1990	1991		
	DIC	FEB	MAR	ABR
EUROMERCADO A 3 MESES:				
Dólar	7,8	6,8	6,3	6,1
Franco suizo	8,7	7,9	8,1	8,3
Marco	9,2	8,8	8,9	9,0
Yen	8,2	8,0	8,0	7,8
Franco francés	10,1	9,6	9,2	9,1
Libra esterlina	13,6	13,1	12,3	11,8
ECU	10,3	9,7	9,3	9,3
Media ponderada (a)	8,7	8,1	7,9	7,9
Diferencial medio (b)	6,4	6,7	5,9	5,6

Fuente: Banco de España.

- (a) Medias de los tipos de las siete monedas antes citadas, ponderadas por su participación en la deuda exterior española en diciembre del año anterior.
 (b) Tipo interbancario español correspondiente a operaciones de depósito (véase cuadro 3), menos tipo medio ponderado exterior.

del mes. En los primeros quince días de mayo, la moneda germana ha mantenido una cierta estabilidad frente al dólar, resultado al que, seguramente, ha contribuido el descenso de 0,5 puntos porcentuales decidido por la Reserva Federal para su tipo de descuento el 30 de abril.

En el contexto del Sistema Monetario Europeo, destacó la fortaleza de la libra y las tensiones que continuaron registrándose entre la peseta y el franco francés. La mejora en el control de la inflación y las perspectivas más optimistas sobre el crecimiento de la economía británica han sostenido la fortaleza de la libra. Por el contrario, la debilidad del franco francés se acrecentó a mediados del mes de abril, alcanzando su límite máximo de depreciación frente a la peseta en repetidas ocasiones. Ello requirió intervenciones cuantiosas del Banco de España y del Banco de Francia en el mercado de cambios.

En la segunda mitad del mes, tras la liberalización de los depósitos en divisas de residentes en bancos operantes en el territorio español y de la ampliación de los límites a las entidades residentes para préstamos financieros a no residentes, se mantuvo la fortaleza de la peseta, pero sin que fuera preciso realizar intervenciones en el mercado de cambios. Sin embargo, éstas se hicieron de nuevo necesarias en la primera quincena de mayo para contener un nuevo repunte alcista de la peseta estimulado por el recorte en un punto porcentual en el tipo de descuento del Banco de Italia, llevado a cabo el 13 de mayo, y por las expectativas de nuevos descensos de los tipos de interés del franco y de mantenimiento de los tipos alemanes.

La demanda de deuda pública por parte de no residentes ha mantenido una pulsación importante, si bien algo más moderada que en el primer trimestre

6. Tipos de cambio (∅)

	Situación en ABR 1991	Variaciones (%) (a)					
		Mensuales			Mensuales acumuladas desde DIC 1990		
		1991			1991		
		FEB	MAR	ABR	FEB	MAR	ABR
TIPOS DE CAMBIO NOMINALES:							
Del dólar frente a:							
Marco	1,70	-2,0	7,9	6,7	-0,7	7,1	14,3
Yen	137,06	-2,5	5,1	0,1	-2,2	2,7	2,8
Países desarrollados (b) (c)	65,52	-1,6	5,4	3,2	-1,4	3,9	7,2
De la peseta frente a:							
Dólar	105,20	2,8	-6,8	-5,6	2,8	-4,1	-9,5
Franco suizo	73,02	2,3	1,7	-1,5	2,2	3,9	2,3
Marco	61,73	0,7	0,6	0,8	2,1	2,7	3,5
Yen	76,75	0,2	-2,0	-5,5	0,6	-1,5	-6,9
Libra esterlina	183,94	1,1	-0,1	-1,0	1,0	0,9	»
Franco francés	18,27	0,9	0,6	»	2,3	3,0	3,0
CEE (b) (c)	104,01	0,8	0,4	0,2	1,9	2,3	2,5
Países desarrollados (b) (c)	111,30	1,1	-1,0	-1,3	2,0	0,9	-0,4
Principales acreedores (d) (e)	115,93	1,7	-2,4	-3,3	2,1	-0,4	-3,7
TIPOS DE CAMBIO REALES (f):							
De la peseta frente a:							
Dólar (d)	...	2,5	-6,4	...	3,1	-3,5	...
CEE (b) (c)	120,66	1,1	0,1	0,2	2,3	2,4	2,6
Países desarrollados (b) (c)	128,31	1,1	-1,3	-1,3	2,3	1,0	-0,4

(a) Apreciación (+) o depreciación (-) del dólar o de la peseta, según el caso.

(b) Medias ponderadas por el comercio exterior.

(c) Índice base: ∅ 1985=100.

(d) Índice base: ∅ 1980/82=100.

(e) Media de seis monedas ponderadas por su participación en la deuda exterior [véase nota (a) del cuadro 5].

(f) Medidos con precios de consumo. Los valores correspondientes a los dos últimos meses son estimaciones provisionales.

Información adicional: Indicadores económicos anexos, núms. 21 a 23. *Boletín Estadístico*, cuadros XX-51 a XX-53.

del año, a medida que han ido reduciéndose los tipos de emisión. Las adquisiciones netas ascendieron en abril a unos 190 mm. Sin embargo, las desinversiones en otros instrumentos denominados en pesetas, como lo muestra la reducción en 98 mm de las cuentas en pesetas convertibles en bancos y cajas, relativizan, en parte, la presión alcista que ejercen estas compras sobre la peseta.

En términos de medias mensuales, la peseta se apreció, en abril, un 0,7 % frente al marco y un 0,2 % frente al conjunto de monedas del SME. Sin embargo, se depreció frente al dólar un 4,9 %.

El reciente recorte de los tipos de intervención del Banco de España, unido a los sucesivos descensos de las rentabilidades de la deuda pública, debería moderar las presiones que viene registrando la peseta, dado que el diferencial entre los tipos de interés internos y externos se ha reducido en los días transcurridos de mayo en 0,4 puntos en los mercados monetarios y en 0,6 puntos en los de deuda pública a medio plazo.

20-V-1991.



La cuenta de resultados de bancos y cajas de ahorro en 1990

1. INTRODUCCION

En el año 1990 coinciden una serie de circunstancias de diversa índole y efectos contrapuestos, que afectan de forma notable la actividad y resultados de los bancos y cajas de ahorro. Las restricciones al crecimiento de la actividad crediticia con el sector privado y el incremento de la competencia en la captación de pasivos a través de las denominadas «super-cuentas», son hechos que se iniciaron en el último período de 1989, pero cuyo efecto pleno se produce en 1990; a ello se une la fuerte reducción del coeficiente de caja en el primer trimestre del año y el cambio en la coyuntura económica general, inducido por circunstancias tanto internas como internacionales.

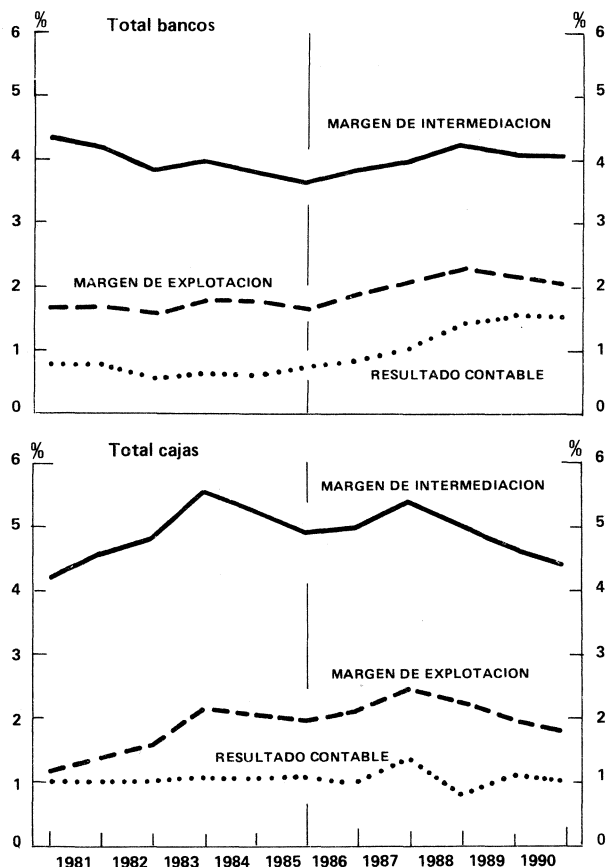
El efecto conjunto de estos factores ha provocado una desaceleración del crecimiento de los resultados de bancos y cajas de ahorro: sus tasas de incremento han sido el 8,3 % en los bancos y el 7,5 % en las cajas de ahorro, frente a crecimientos de dos dígitos de los períodos inmediatamente anteriores, o a aumentos igualmente superiores en los activos totales medios. En términos de balance medio se detecta un ligerísimo descenso en los resultados de los primeros, y otro más apreciable en las segundas, aunque se mantienen en cualquier caso en niveles comparativamente confortables.

El punto de partida de esta desaceleración se encuentra en el previsible deterioro del margen de intermediación de las entidades de depósito, producido por los crecientes niveles de competencia y desintermediación en los que desarrollan su actividad.

En los bancos los productos financieros han crecido el 18 %, frente al 24 % de los costes. El crecimiento de aquéllos resulta del aumento de la rentabilidad media de la inversión crediticia (1,2 puntos) y de la favorable evolución de la estructura de los activos: ganan peso el crédito en pesetas y los apoyos financieros interbancarios, perdiéndolo otros menos rentables, como la cartera de valores y los activos frente al Banco de España. En cuanto a los costes, la notable expansión de las cuentas corrientes, como consecuencia de las altas retribuciones de las «super-cuentas», se ha producido en detrimento de las imposiciones, de remuneración aún mayor; por tanto, el coste medio de la financiación global de clientes en pesetas sólo ha aumentado 1,4 puntos.

En las cajas, el crecimiento de los productos y costes financieros ha sido del 24 % y 35 % respectivamente. La rentabilidad media de su inversión crediticia ha respondido en menor grado (aumento de

1. Cuenta de resultados
Principales márgenes. Porcentaje sobre balance medio



Fuente: Banco de España.

0,6 puntos) al endurecimiento general del mercado financiero, al tiempo que ha perdido peso en la estructura del activo. Como contrapartida, el coste medio de clientes de su negocio tradicional ha aumentado también menos que en los bancos (0,8 puntos si se excluyen las cesiones temporales), pero el incremento del peso de las cesiones temporales, y de su coste, y el mayor recurso al mercado interbancario han incidido de forma negativa en su coste medio global.

El margen de intermediación de las cajas de ahorro ha sufrido relativamente más que el de los bancos, pues aunque su tasa de crecimiento ha sido superior (11 % frente al 8,6 %), su peso en términos de balance ha experimentado un mayor retroceso. Ello se debe a que el volumen de negocio de las cajas de ahorro ha crecido sustancialmente más que el de los bancos (18 % y 10 % respectivamente).

En los dos últimos períodos este crecimiento está sesgado al alza en las cajas por el retorno de los fondos colocados en primas únicas a su negocio financiero normal, a raíz del cambio en el tratamiento fiscal de estos instrumentos: esos fondos se han colocado en operaciones pasivas de coste relativamente elevado, tales como cesiones temporales; a lo que se une el efecto de las revalorizaciones surgidas en las fusiones que han tenido lugar este año.

En cambio, el crecimiento del balance de todas las entidades, pero sobre todo de los bancos, se ha visto afectado negativamente por el desplazamiento de

1. Cuenta de resultados

	Banca privada				Cajas de ahorro			
	Tasas de crecimiento		Porcentaje sobre balance		Tasas de crecimiento		Porcentaje sobre balance	
	1989	1990	1989	1990	1989	1990	1989	1990
Productos financieros	23,1	18,2	11,17	11,9	25,0	24,3	10,36	10,94
Costes financieros	31,0	23,8	-7,08	-7,96	35,7	35,1	-5,71	-6,55
Margen de intermediación	11,5	8,6	4,09	4,03	14,0	11,0	4,65	4,38
Otros productos ordinarios	8,3	15,3	0,71	0,74	12,5	31,6	0,25	0,28
Margen ordinario	11,0	9,6	4,80	4,77	13,9	12,0	4,90	4,66
Gastos de explotación	12,8	15,1	-2,68	-2,79	18,8	15,9	-2,93	-2,89
Margen de explotación	8,9	2,8	2,12	1,98	7,3	6,2	1,96	1,77
Operaciones con valores	-34,5	-3,1	0,14	0,12	-36,8	-95,7	0,16	0,01
Saneamiento de créditos	-34,3	-6,5	-0,44	-0,38	-29,7	35,5	-0,25	-0,29
Fondo de pensiones y pensiones	-38,0	-3,1	-0,24	-0,21	-31,9	-27,5	-0,73	-0,45
Otras cuentas	n.s.	n.s.	-0,03	0,01	152,2	-3,0	-0,06	-0,05
Resultado contable	28,8	8,3	1,54	1,52	71,3	7,5	1,09	0,99
Balance medio	15,2	10,1			22,6	17,8		

Fuente: Banco de España.

operaciones activas y pasivas clásicas hacia el mercado de pagarés de empresa.

La evolución de los otros factores que determinan el margen de explotación ha sido decepcionante. Efectivamente, se preveía que estos factores (productos por servicios y comisiones, y gastos de explotación) iban a compensar los menores márgenes de intermediación, previsión que no se ha cumplido en este año, o al menos no en la medida esperada.

Los gastos de explotación han crecido en el año 15 % en bancos y 16 % en cajas. Esto se ha plasmado en el débil crecimiento que ha experimentado el margen de explotación respecto a su importe en 1989: el 2,8 % en bancos y el 6,2 % en cajas.

Las detracciones a este margen en concepto de saneamientos, dotaciones y resultados atípicos han compensado ligeramente la evolución descrita. Efectivamente, el incremento de las dotaciones para el fondo de fluctuación de valores, que han tenido que duplicarse dada la evolución de las cotizaciones bursátiles, y el notable aumento de las destinadas a la cobertura de insolvencias en las cajas (35 %, porcentaje equivalente al incremento de sus activos morosos), queda ampliamente contrarrestado por las menores dotaciones a fondos de pensiones en las cajas, al irse completando la cobertura de estos compromisos, y por el comportamiento de los restantes elementos de la cuenta de resultados en los bancos.

2. EL MARGEN DE INTERMEDIACION

El margen de intermediación de los bancos ha sufrido un ligero deterioro, resultado del incremento de 1,1 puntos en el coste medio de sus pasivos onerosos frente al de un punto en la rentabilidad media de su activo rentable.

El aumento de la rentabilidad media afecta a todos los grandes grupos de activos, con la excepción de los saldos frente al Banco de España, y además viene acompañado por una evolución favorable en la composición de las operaciones activas.

Por lo que respecta a la estructura del activo, se ha producido un incremento en el peso de la inversión crediticia y un descenso en el de la cartera de valores, mientras que los activos frente al Banco de España acusan la modificación del coeficiente de caja en el mes de marzo, que implica una reducción de doce puntos para los nuevos fondos captados de clientes, y los apoyos interbancarios puros experimentan un notable incremento. Aunque el incremento del peso de la inversión crediticia puede re-

sultar a primera vista sorprendente en una situación de restricción a su crecimiento, no hay que olvidar que la variable que fue objeto de control era de amplio contenido. En particular, incluía también los valores privados, tanto de renta fija como variable, y algunas cuentas de orden, por lo que las entidades han podido orientar su actividad hacia las operaciones que les resultaran más rentables. Al tiempo, a causa de las mismas restricciones, han encontrado menores resistencias para aumentar los tipos activos aplicados, que han sido crecientes a lo largo de casi todo el ejercicio.

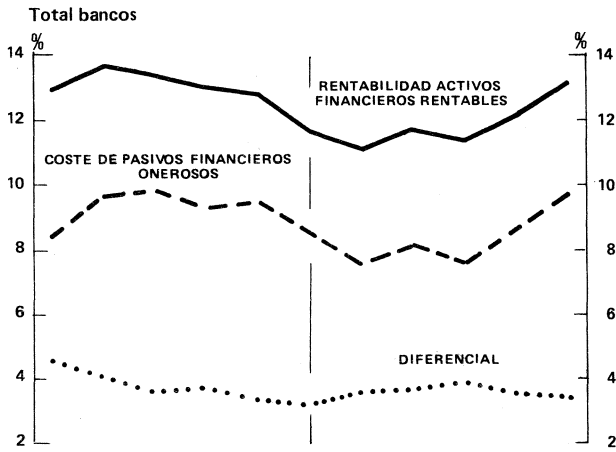
La rentabilidad media de la cartera de valores ha aumentado debido al descenso del coeficiente de inversión según su calendario de supresión, que libera fondos invertidos en pagarés del Tesoro y a la continuación del proceso de amortización de cédulas para inversión. El aumento de la rentabilidad media resulta de la mayor rentabilidad de los restantes títulos que permanecen en cartera, y de los nuevos fondos públicos adquiridos en el año.

El aumento del coste medio de las cuentas corrientes ha sido de casi 3 puntos para el conjunto de los bancos, incrementando más de dos puntos su peso en el pasivo total, a costa de las imposiciones a plazo superior a 6 meses. Estas últimas son el pasivo que más se ha contaminado del alza de tipos de las cuentas corrientes, sufriendo un incremento de 1,30 puntos en su coste medio; por otra parte, su coste medio se sitúa todavía más de cuatro puntos por encima del de las cuentas corrientes. Por esta razón, el efecto global de los desplazamientos internos y de las alzas de tipos ha sido un incremento de 1,4 puntos en el coste medio de los acreedores del sector privado.

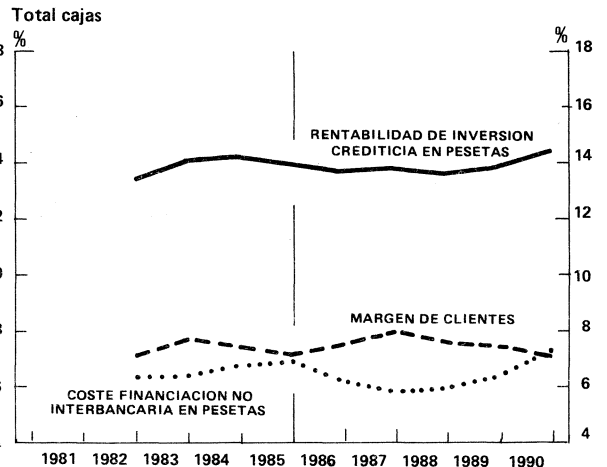
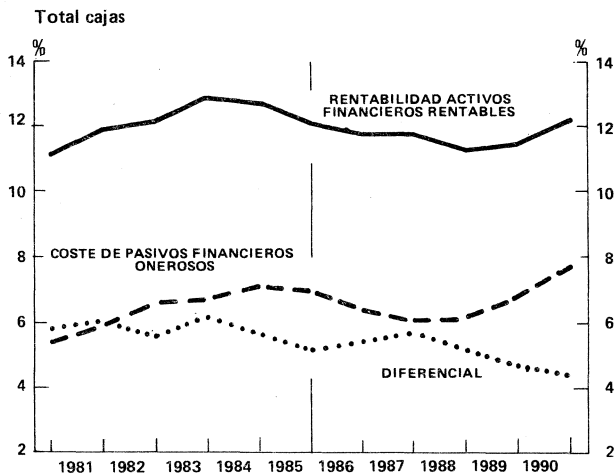
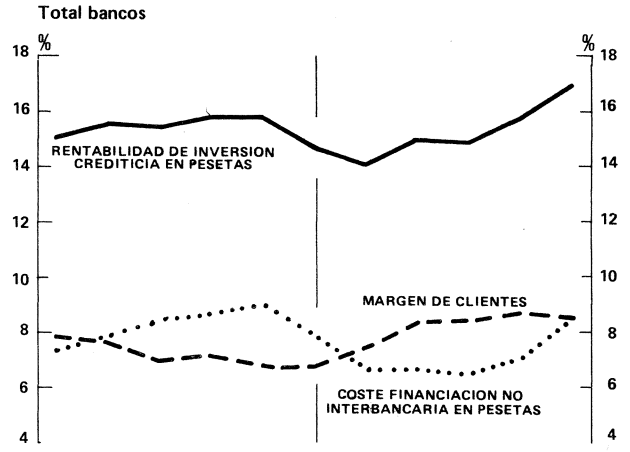
El incremento en el coste medio de la financiación de clientes se suaviza por las variaciones más modestas que experimentan el resto de acreedores, especialmente las financiaciones en moneda extranjera. Es de notar que en la estructura general de la financiación de los bancos se observa un desplazamiento hacia la financiación interbancaria exterior. En este último punto cabe destacar la aparición de una posición corta por primera vez en el conjunto activos rentables-pasivos onerosos en moneda extranjera asociable a la supresión, a finales de 1989, del depósito obligatorio del 20 % sobre los incrementos de la posición corta vencida.

En las cajas de ahorro el deterioro del margen de intermediación se debe básicamente a la lenta respuesta de la rentabilidad media de los activos rentables frente al encarecimiento del pasivo. La primera ha experimentado un moderado aumento de 0,70

2. Rentabilidades, costes medios y diferenciales Negocio total



3. Rentabilidades, costes medios y diferenciales Negocio con clientes en pesetas



Fuente: Banco de España.

Fuente: Banco de España.

puntos; como contrapartida, el incremento del coste medio ha sido algo superior a un punto, produciéndose un sustantivo estrechamiento en el margen financiero.

El moderado incremento de la rentabilidad media responde al escaso aumento de la rentabilidad de su inversión crediticia en pesetas (0,60 puntos, exactamente la mitad que en los bancos), que, además, pierde importancia en el conjunto del activo. Los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones activas han aumentado en general más que en los bancos, con la excepción de los préstamos a más de tres años. Por tanto, el fenómeno indicado se debe a la menor rotación de sus créditos, muy centrados en el segmento a largo plazo del mercado, y en particular en la financiación de la vivienda.

Compensando parcialmente lo anterior, se ha producido una favorable redistribución del resto del activo, aumentando sustancialmente la financiación a intermediarios financieros en detrimento de los activos bloqueados en el Banco de España y de la cartera de valores privados, en la que destaca la amortización de antiguas obligaciones computables en el coeficiente de inversión.

En cuanto al pasivo, el coste medio de la financiación tradicional de las cajas se ha visto menos afectado por la competencia en el segmento de cuentas de alta remuneración que el de los bancos. El contagio de tipos ha sido bastante reducido en el caso de las cuentas corrientes, y nulo en las libretas de ahorro; estas últimas han sufrido, previsiblemente, un serio recorte en su peso en la estructura de pa-

2. Rentabilidades y costes medios

%

	Banca privada				Cajas de ahorro			
	Rentabilidad o coste medio		Estructura de balance		Rentabilidad o coste medio		Estructura de balance	
	1989	1990	1989	1990	1989	1990	1989	1990
Total activos rentables	12,11	13,12	92,6	92,5	11,50	12,20	90,2	89,7
Inversión crediticia en PTA	15,74	16,94	40,5	41,1	13,87	14,47	42,1	41,5
Fondos públicos	8,43	9,83	12,8	12,4	10,08	11,31	20,0	20,5
Banco de España	6,89	5,82	7,9	6,7	5,31	4,56	10,9	9,3
ECU (PTA) plazo y temporal	13,55	14,23	9,0	10,7	14,04	14,77	8,0	9,8
Total activos rentabilidad (ME)	9,21	9,73	14,8	14,9	8,68	7,01	2,1	2,4
Total pasivos onerosos	8,61	9,74	82,5	82,5	6,81	7,84	83,9	83,6
Financiación no interbancaria en PTA	7,08	8,43	50,3	49,7	6,39	7,38	77,1	75,7
Cuentas corrientes	3,40	6,31	12,1	14,4	2,55	3,86	9,4	9,2
Cuentas a plazo	9,50	10,64	25,9	23,6	9,79	10,84	34,9	37,5
Cesión de activos	9,64	10,85	10,5	10,2	11,17	12,11	10,6	12,9
ECA (PTA) plazo y temporal	13,75	14,73	12,5	12,7	12,76	15,73	4,8	5,4
Total pasivos onerosos (ME)	9,02	9,38	14,5	15,0	9,06	7,67	2,0	2,5
DIFERENCIALES:								
Activos rentables, pasivos onerosos	3,50	3,38	10,1	10,0	4,69	4,36	6,3	6,1
Inversión crediticia, financ. no interbancaria (PTA)	8,66	8,51	-9,8	-8,6	7,48	7,09	-35,0	-34,2
Activos rentables, pasivos onerosos (ME)	0,19	0,35	0,3	-0,1	-0,38	-0,66	0,1	-0,1

Fuente: Banco de España.

sivos, pero no así las cuentas corrientes. Los tipos de los depósitos a plazo superior a seis meses vuelven a ser idénticos a los de la banca, tras dos años en que resultaron superiores, pero los de las cesiones siguen siendo claramente más elevados, reflejando la situación especial de los fondos que retornan de anteriores colocaciones en primas únicas. La combinación de los aumentos descritos, de los cambios en la estructura del pasivo de clientes, y de un recurso algo mayor a la financiación interbancaria, producen finalmente un incremento en el coste medio de la financiación de las cajas ligeramente superior a un punto.

En cuanto a la evolución del margen de intermediación, no ya en el conjunto del año, sino a lo largo del mismo, los relativos deterioros observados se producen, en líneas generales, en la primera mitad del año, dando paso, en el segundo semestre, a una situación más estabilizada. En los bancos, dado el fuerte incremento en la rentabilidad media de su activo en el primer trimestre, el descenso del margen se desplaza al segundo, coincidiendo con la fase de más rápido encarecimiento del pasivo de clientes, por entrada de varios grandes bancos en la guerra de las supercuentas, mientras que en las cajas el efecto del incremento en los costes fue inmediato, por las razones ya apuntadas. El aumento de los costes de pasivo del segundo semestre, resultante

más de los desplazamientos entre diferentes instrumentos de pasivo que de nuevas ofertas comerciales, ha sido compensado por paralelos desplazamientos en la rentabilidad del activo.

3. DEL MARGEN DE INTERMEDIACION AL MARGEN DE EXPLOTACION

Los factores que diferencian ambos márgenes han tenido un comportamiento bastante negativo, tanto en los bancos como en las cajas de ahorro.

3.1. Otros productos ordinarios

Dentro de este apartado, compuesto por los ingresos por comisiones y cobro de servicios, resultados de operaciones en moneda extranjera, etc., ha habido varios elementos cuyo crecimiento hay que señalar. En primer lugar, y este no puede considerarse como un factor positivo, las comisiones de cobranza por devoluciones de efectos de clientes han aumentado más del 40 % en ambos grupos de entidades; en los bancos, esta clase de comisiones supone un 25 % del capítulo de otros productos ordinarios. En segundo lugar, con un significado menos concreto, dentro del renglón de «otros productos ordinarios netos», el cajón de sastre de productos por

«otros conceptos» ha tenido un importante incremento, que en parte puede explicarse por el aumento de las comisiones surgidas de la fuerte desintermediación que ha habido en el año en forma de colocaciones de pagarés de empresa. Los resultados de la operativa en moneda extranjera (pero no las comisiones de cambio) también han colaborado activamente al crecimiento de este apartado. Por el contrario, se han estancado las comisiones por operaciones y depósitos de valores.

3.2. Gastos de explotación

En los bancos estos gastos han crecido por encima de lo que lo ha hecho su volumen de negocio (medido por su balance medio total); 15 % frente al 10 %, por lo que se aportación al resultado final ha sido claramente negativa.

Este incremento está centrado en el de los gastos generales, principalmente en la partida de los de publicidad y propaganda (71 % de crecimiento) y, en menor medida, en las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos, que han sufrido en el período un incremento en el porcentaje de aportación del 2 al 2,5 por mil.

Por segundo año consecutivo, desde 1983, el número de empleados ha aumentado en aproximadamente un punto porcentual; este aumento está influido por los nuevos bancos creados o transformados en los dos últimos años, que justifican la mitad del incremento en el número de empleados y la totalidad en el de oficinas; pero también se observan estrategias de expansión en algún banco de gran tamaño, así como en bancos independientes de antigua presencia en el sector.

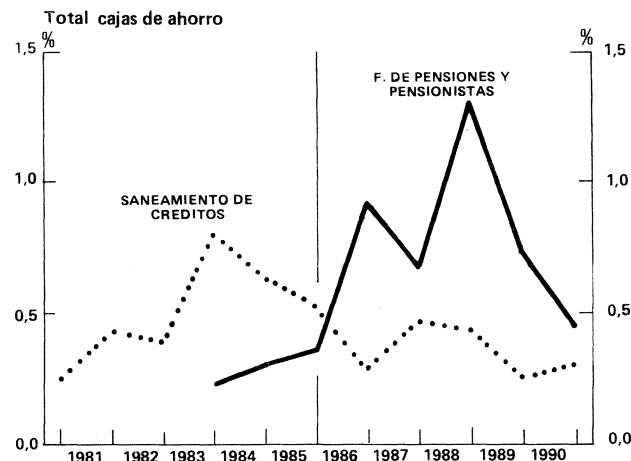
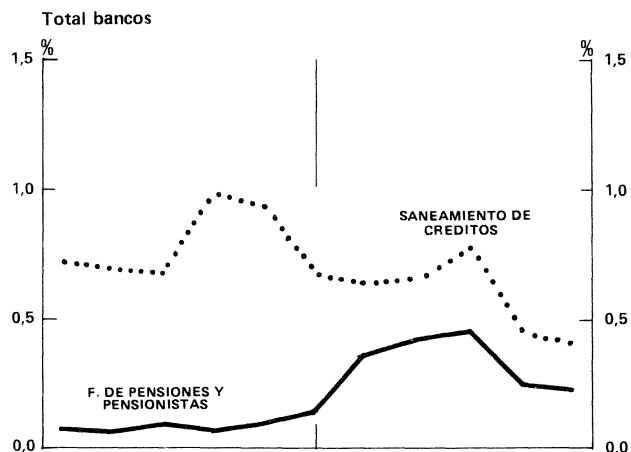
En las cajas el crecimiento de estos gastos ha sido casi del 16 %, y su origen está más repartido entre los distintos componentes; el que más ha aumentado (en un 24 %) ha sido la partida de amortizaciones, a consecuencia de las revalorizaciones del inmovilizado resultantes de las fusiones.

El número de empleados y de oficinas continúa su evolución ascendente, aunque ligeramente desacelerada. En este caso no existe la justificación apuntada para los bancos, sino que, por el contrario, el número de entidades se ha reducido debido a las fusiones; todavía es temprano para que se haya notado su efecto sobre los gastos de explotación, pero cabe esperar que se manifieste en el futuro.

4. DEL MARGEN DE EXPLOTACION AL RESULTADO CONTABLE

Como es conocido, el conjunto de partidas que, a partir del margen de explotación, configuran el resultado final ha sido excepcionalmente importante en los pasados años, en los que se realizó una política de saneamiento y constitución de fondos especiales para la cobertura de riesgos o compromisos de carácter histórico, impulsada por el Banco de España y facilitada por los elevados márgenes que las entidades de depósito obtenían en ese período. Una vez realizado el grueso del saneamiento ha habido un año de transición, 1989, en el que, salvo en las dotaciones a fondos de pensiones de algunas entidades concretas (en su mayoría cajas de ahorro), el importe de estas partidas se normaliza, reflejando única-

4. Saneamientos y cobertura Porcentaje sobre balance medio



Fuente: Banco de España.

mente las dotaciones a fondos resultantes de las circunstancias o devengos acaecidos en el ejercicio, al margen de los resultados extraordinarios por otros conceptos.

En 1990 no hay datos nuevos sobre la cobertura de los compromisos por pensiones, cuya situación está prácticamente normalizada. La cobertura del riesgo país se mantiene en general a niveles satisfactorios, tanto por las provisiones constituidas como por la evolución de las carteras de riesgos sobre los países que desde hace años presentan problemas, y la mejora del riesgo de alguno de ellos; ello permite encajar con facilidad nuevos riesgos aparecidos como consecuencia de la cambiante situación internacional.

Por el contrario, la inestable evolución de los mercados bursátiles ha hecho necesario proceder al saneamiento de la cartera de valores de renta variable, por un importe neto de unos 65 mil millones para el conjunto de bancos y cajas, frente a unos 20 mil el año precedente. Ese aumento se ha compensado, en el caso de los bancos, con mayores realizaciones de beneficios en las ventas de valores.

Al mismo tiempo, el cambio en la coyuntura interna ha producido un aumento del volumen relativo de operaciones morosas o dudosas, desde los mínimos históricos alcanzados a mediados de 1989. Ello no ha requerido por el momento un esfuerzo especial de los bancos, cuyas cifras de pérdidas y saneamientos netos llevados a la cuenta de resultados se sitúan en el conjunto del año algo por debajo de las del año precedente en términos absolutos, debido al crecimiento de las recuperaciones de fondos constituidos. Ello ha producido una caída de la ratio de cobertura de morosos con provisiones, lo que se justifica porque las nuevas incorporaciones a las cuentas de dudosos y morosos requieren inicialmente unos menores porcentajes de dotación. Sí han aumentado en cambio los saneamientos de las cajas de ahorro, que se mueven, no obstante, en niveles todavía bajos en relación con la experiencia del período 1981-1988.

Teniendo en cuenta esos factores y el resto de los adeudos y abonos a la cuenta de resultados, de muy disperso significado, la detracción que supone el conjunto de estas partidas al margen de explotación ha sido en los bancos significativamente inferior al año anterior; en porcentaje del balance medio han supuesto 0,46 puntos, frente a 0,58 en 1989. En las cajas el porcentaje es 0,78 en el año analizado, frente a 0,87 el precedente.

Tras la evolución descrita, el resultado final que ha obtenido el conjunto de la banca privada se cifra en 627 mil millones de pesetas, un 8 % más que en 1989, manteniéndose casi estable en términos de balance, si bien, dado el menor apalancamiento en el balance de estas entidades, la rentabilidad en función de los recursos propios cae algo más de un punto (del 21,1 % al 20 %).

En las cajas de ahorro, cuyos resultados ascienden a 227 mil millones, la pérdida en términos de balance es muy superior, lo que, unido también a un menor apalancamiento, repercute en una pérdida superior a dos puntos en la rentabilidad de sus recursos propios.

10-V-1991.

ANEXO

1. Evolución y estructura de la cuenta de resultados. Total banca

	1987			1988			1989			1990		
	mm	% (a)	△ %	mm	% (a)	△ %	mm	% (a)	△ %	mm	% (a)	△ %
Productos financieros	3.212,6	10,72	13,8	3.405,2	10,45	6,0	4.192,4	11,17	23,1	4.956,6	11,99	18,2
En pesetas	2.930,0	9,77	17,5	3.041,4	9,33	3,8	3.697,7	9,85	21,6	4.416,1	10,68	19,4
<i>De inversiones crediticias</i>	1.797,2	5,99	14,8	1.969,0	6,04	9,6	2.393,4	6,37	21,6	2.882,3	6,97	20,4
<i>De cartera de valores privados</i>	75,3	0,25	32,2	107,0	0,33	42,2	147,6	0,39	38,0	175,9	0,43	19,1
<i>De cartera de valores públicos</i>	442,2	1,48	1,1	413,6	1,27	-6,5	405,3	1,08	-2,0	503,1	1,22	24,1
<i>De intermediarios financieros</i>	423,9	1,41	43,4	358,7	1,10	-15,4	547,3	1,46	52,6	694,4	1,68	26,9
<i>De Banco de España</i>	191,4	0,64	39,1	193,2	0,59	0,9	204,0	0,54	5,6	160,5	0,39	-21,3
En moneda extranjera	303,4	1,01	-9,8	374,9	1,15	23,5	512,9	1,37	36,8	598,2	1,45	16,6
<i>De inversiones crediticias</i>	101,2	0,34	-4,6	138,7	0,43	37,0	179,2	0,48	29,2	204,8	0,50	14,3
<i>De cartera de valores</i>	13,4	0,04	18,0	17,6	0,05	30,6	27,3	0,07	55,3	27,4	0,07	0,4
<i>De intermediarios financieros</i>	188,8	0,63	-13,7	218,6	0,67	15,8	306,5	0,82	40,2	366,0	0,89	19,4
Cobert. y dif. camb. corr. int.	-20,9	-0,07	196,6	-11,1	-0,03	-47,0	-18,2	-0,05	64,3	-57,7	-0,14	217,4
Costes financieros	-2.025,3	-6,76	15,1	-2.028,3	-6,22	0,1	-2.657,0	-7,08	31,0	-3.288,4	-7,95	23,8
En pesetas	-1.778,6	-5,93	18,3	-1.696,7	-5,21	-4,6	-2.176,4	-5,80	28,3	-2.742,7	-6,63	26,0
<i>De depósitos</i>	-669,1	-2,23	0,6	-723,3	-2,22	8,1	-905,9	-2,41	25,2	-1.234,0	-2,98	36,2
<i>De cesiones sector privado</i>	-271,1	-0,90	61,4	-302,8	-0,93	11,7	-378,5	-1,01	25,0	-455,9	-1,10	20,4
<i>De empréstitos</i>	-79,7	-0,27	-5,8	-64,1	-0,20	-19,6	-51,4	-0,14	-19,8	-40,9	-0,10	-20,5
<i>Del Banco de España</i>	-115,6	-0,39	11,3	-92,4	-0,28	-20,1	-129,5	-0,34	40,2	-176,6	-0,43	36,4
<i>De intermediarios financieros</i>	-643,1	-2,14	33,4	-514,1	-1,58	-20,0	-711,0	-1,89	38,3	-835,3	-2,02	17,5
En moneda extranjera	-259,9	-0,87	-2,6	-336,4	-1,03	29,5	-491,7	-1,31	46,2	-580,9	-1,41	18,1
<i>De clientes</i>	-91,3	-0,30	-9,7	-105,0	-0,32	15,0	-152,2	-0,41	45,0	-171,6	-0,41	12,8
<i>De intermediarios financieros</i>	-168,6	-0,56	1,8	-231,5	-0,71	37,3	-339,6	-0,90	46,7	-409,4	-0,99	20,6
Cobert. y dif. camb. corr. int.	13,1	0,04	28,4	4,9	0,01	-62,8	11,1	0,03	127,9	35,2	0,09	217,3
Margen de intermediación	1.187,2	3,96	11,8	1.376,9	4,22	16,0	1.535,4	4,09	11,5	1.668,2	4,03	8,6
Otros productos ordinarios	228,0	0,76	15,5	245,2	0,75	7,5	265,5	0,71	8,3	306,1	0,74	15,3
Avalés y créditos documentarios	30,9	0,10	8,4	35,0	0,11	13,0	42,1	0,11	20,3	46,8	0,11	11,3
Comisiones de cobranza (neto)	47,0	0,16	16,8	54,7	0,17	16,6	65,2	0,17	19,1	89,2	0,22	36,8
Operaciones con moneda extranjera	39,4	0,13	27,6	23,9	0,07	-39,4	33,3	0,09	39,5	40,3	0,10	21,0
Otros (neto)	110,7	0,37	13,2	131,6	0,40	18,8	125,0	0,33	-5,0	129,7	0,31	3,8
Margen ordinario	1.415,2	4,72	12,4	1.622,1	4,98	14,6	1.800,9	4,80	11,0	1.974,2	4,77	9,6
Gastos de explotación	-801,8	-2,67	7,8	-890,3	-2,73	11,0	-1.004,4	-2,68	12,8	-1.155,4	-2,79	15,0
Personal activo	-515,4	-1,72	6,7	-564,2	-1,73	9,5	-634,6	-1,69	12,5	-711,1	-1,72	12,1
Generales, tributos y FGD	-239,9	-0,80	11,0	-273,6	-0,84	14,1	-306,3	-0,82	11,9	-373,4	-0,90	21,9
Amortizaciones	-46,5	-0,15	4,7	-52,5	-0,16	13,1	-63,6	-0,17	21,0	-70,9	-0,17	11,6
Margen de explotación	613,5	2,05	18,9	731,7	2,25	19,3	796,5	2,12	8,9	818,8	1,98	2,8
Operaciones con valores	48,4	0,16	-8,6	79,5	0,24	64,1	52,1	0,14	-34,5	50,4	0,12	-3,1
Dot. net. fdo. y perd. por saneamiento	-43,9	-0,15	253,0	-44,1	-0,14	0,4	-27,7	-0,07	-37,2	-60,1	-0,15	117,0
Resultados ventas (neto)	92,3	0,31	41,1	123,6	0,38	33,8	79,8	0,21	-35,4	110,5	0,27	38,6
Saneamiento de créditos	-197,7	-0,66	12,7	-254,3	-0,78	28,6	-167,0	-0,44	-34,3	-156,1	-0,38	-6,5
Fondo pensiones y pensionistas	-125,8	-0,42	25,1	-146,9	-0,45	16,8	-91,0	-0,24	-38,0	-88,2	-0,21	-3,1
Otras dotaciones	-60,5	-0,20	30,8	-6,2	-0,02	-89,8	-54,3	-0,14	778,0	-45,8	-0,11	-15,6
Otros adeudos y abonos	26,8	0,09	-256,8	45,8	0,14	70,7	43,0	0,11	-6,1	48,1	0,12	11,8
Resultado contable	304,8	1,02	32,8	449,6	1,38	47,5	579,3	1,54	28,8	627,2	1,52	8,3
PRO MEMORIA:												
Balance medio	29.980,9			32.590,1			37.546,3			41.347,2		

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentaje en términos de balance medio.

1. Evolución y estructura de la cuenta de resultados. Total cajas de ahorro

	1987			1988			1989			1990		
	mm	% (a)	Δ %	mm	% (a)	Δ %	mm	% (a)	Δ %	mm	% (a)	Δ %
Productos financieros	1.436,7	10,55	12,2	1.605,1	10,16	11,7	2.006,6	10,36	25,0	2.494,1	10,94	24,3
En pesetas	1.419,8	10,42	12,5	1.584,8	10,03	11,6	1.973,3	10,19	24,5	2.458,0	10,78	24,6
<i>De inversiones crediticias</i>	762,2	5,60	22,7	894,1	5,66	17,3	1.130,8	5,84	26,5	1.370,3	6,01	21,2
<i>De cartera de valores privados</i>	108,4	0,80	-16,2	113,9	0,72	5,2	104,3	0,54	-8,5	100,3	0,44	-3,9
<i>De cartera de valores públicos</i>	222,8	1,64	-5,3	281,6	1,78	26,4	390,5	2,02	38,7	529,5	2,32	35,6
<i>De intermediarios financieros</i>	185,4	1,36	14,0	164,4	1,04	-11,3	235,2	1,21	43,0	361,4	1,58	53,7
<i>De Banco de España</i>	141,0	1,04	23,6	130,8	0,83	-7,3	112,5	0,58	-14,0	96,6	0,42	-14,2
En moneda extranjera	16,8	0,12	-4,9	20,3	0,13	20,7	34,8	0,18	71,2	39,1	0,17	12,3
<i>De inversiones crediticias</i>	4,3	0,03	-11,9	5,9	0,04	35,9	9,7	0,05	65,5	10,5	0,05	7,7
<i>De cartera de valores</i>	1,3	0,01	74,3	0,9	0,01	-25,5	1,3	0,01	35,2	1,4	0,01	14,4
<i>De intermediarios financieros</i>	11,3	0,08	-6,8	13,5	0,09	20,1	23,8	0,12	76,2	27,2	0,12	14,1
Cobert. y dif. camb. corr. inte.	0,0	0,00	-100,0	-0,0	-0,00	-	-1,5	-0,01	8.600,0	-3,1	-0,01	106,4
Costes financieros	-703,7	-5,17	5,2	-814,9	-5,16	15,8	-1.105,8	-5,71	35,7	-1.494,2	-6,55	35,1
En pesetas	-689,6	-5,06	5,5	-795,6	-5,04	15,4	-1.071,2	-5,53	34,6	-1.450,6	-6,36	35,4
<i>De depósitos</i>	-516,9	-3,79	3,8	-580,2	-3,67	12,2	-666,9	-3,44	15,0	-871,5	-3,82	30,7
<i>De cesiones sector privado</i>	-35,1	-0,26	17,9	-94,8	-0,60	170,0	-228,8	-1,18	141,4	-357,2	-1,57	56,1
<i>De empréstitos</i>	-80,1	-0,59	10,8	-67,5	-0,43	-15,7	-58,8	-0,30	-12,9	-44,0	-0,19	-25,1
<i>Del Banco de España</i>	-7,9	-0,06	3,7	-4,5	-0,03	-43,0	-42,4	-0,22	843,2	-65,8	-0,29	55,1
<i>De intermediarios financieros</i>	-49,6	-0,36	7,6	-48,6	-0,31	-1,9	-74,3	-0,38	52,7	-112,0	-0,49	50,8
En moneda extranjera	-14,1	-0,10	-7,5	-20,0	-0,13	41,5	-35,4	-0,18	77,0	-44,3	-0,19	25,3
<i>De clientes</i>	-3,3	-0,02	0,0	-3,8	-0,02	16,2	-7,0	-0,04	83,7	-11,8	-0,05	69,2
<i>De intermediarios financieros</i>	-10,9	-0,08	-9,6	-16,2	-0,10	49,1	-28,4	-0,15	75,5	-32,6	-0,14	14,6
Cobert. y dif. camb. corr. int.	0,0	0,00	-100,0	0,7	0,00	-	0,7	0,00	9,9	0,7	0,00	-9,1
Margen de intermediación	733,0	5,38	19,9	790,2	5,00	7,8	900,8	4,65	14,0	999,8	4,38	11,0
Otros productos ordinarios	33,7	0,25	14,1	42,4	0,27	26,0	47,7	0,25	12,5	62,8	0,28	31,5
Avalos y créditos documentarios	3,0	0,02	13,2	3,6	0,02	20,2	5,0	0,03	37,3	5,8	0,03	17,6
Comisiones de cobranza (neto)	7,5	0,05	39,8	10,3	0,07	37,5	12,7	0,07	23,1	16,8	0,07	32,7
Operaciones con moneda extranjera	3,6	0,03	30,0	2,3	0,01	-35,7	2,8	0,01	21,1	4,1	0,02	46,4
Otros (neto)	19,6	0,14	4,5	26,2	0,17	33,9	27,3	0,14	4,2	36,0	0,16	32,0
Margen ordinario	766,7	5,63	19,6	832,7	5,27	8,6	948,6	4,90	13,9	1.062,6	4,66	12,0
Gastos de explotación	-434,6	-3,19	13,1	-478,1	-3,03	10,0	-568,1	-2,93	18,8	-658,4	-2,89	15,9
Personal activo	-254,7	-1,87	9,8	-280,1	-1,77	10,0	-338,0	-1,75	20,7	-387,3	-1,70	14,6
Generales, tributos y FGD	-138,7	-1,02	16,2	-153,7	-0,97	10,8	-178,8	-0,92	16,4	-207,8	-0,91	16,2
Amortizaciones	-41,2	-0,30	24,3	-44,4	-0,28	7,7	-51,2	-0,26	15,4	-63,3	-0,28	23,6
Margen de explotación	332,1	2,44	29,5	354,5	2,24	6,8	380,5	1,96	7,3	404,3	1,77	6,2
Operaciones con valores	31,6	0,23	-15,5	49,2	0,31	55,8	31,1	0,16	-36,8	0,5	0,00	-98,5
Dot. net. fdo. y perd. por saneamiento	-16,7	-0,12	172,5	-1,7	-0,01	-89,6	-8,8	-0,05	403,8	-23,7	-0,10	170,2
Resultados ventas (neto)	48,3	0,35	11,1	50,9	0,32	5,4	39,8	0,21	-21,8	24,2	0,11	-39,2
Saneamiento de créditos	-64,2	-0,47	82,8	-69,5	-0,44	8,3	-48,9	-0,25	-29,7	-68,7	-0,30	40,5
Fondo pensiones y pensionistas	-91,4	-0,67	-19,4	-206,6	-1,31	126,1	-140,6	-0,73	-31,9	-101,8	-0,45	-27,6
Otras dotaciones	-44,2	-0,32	9,1	-41,0	-0,26	-7,2	-54,3	-0,28	32,5	-53,3	-0,23	-2,0
Otros adeudos y abonos	18,2	0,13	37,9	36,6	0,23	101,0	43,2	0,22	18,0	45,7	0,20	5,8
Resultados contable	182,1	1,34	54,2	123,1	0,78	-32,4	210,9	1,09	71,3	226,7	0,99	7,5
PRO MEMORIA:												
Balance medio	13.622,6			15.800,1			19.364,7			22.804,6		

Fuente: Banco de España.

(a) Porcentaje en términos de balance medio.

2. Rentabilidad y costes medios

%

	Bancos				Cajas			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
TOTAL ACTIVOS RENTABLES	11,71	11,35	12,11	13,12	11,82	11,30	11,50	12,20
Inversiones crediticias	14,26	14,06	14,97	16,19	13,79	13,52	13,79	14,38
En pesetas	14,96	14,87	15,74	16,94	13,86	13,60	13,87	14,47
<i>Cartera de efectos (a) (b)</i>	<i>15,87</i>	<i>15,45</i>	<i>16,00</i>	<i>17,17</i>	<i>15,76</i>	<i>15,56</i>	<i>16,03</i>	<i>17,66</i>
<i>Préstamos y créditos (a)</i>	<i>15,57</i>	<i>15,49</i>	<i>16,27</i>	<i>17,64</i>	<i>14,43</i>	<i>14,24</i>	<i>14,39</i>	<i>15,01</i>
En moneda extranjera	7,80	7,90	9,02	9,97	7,06	7,01	8,50	8,13
Cartera de valores	8,64	8,12	8,21	9,36	10,14	8,89	9,87	10,80
En pesetas	8,81	8,22	8,25	9,55	10,17	9,92	9,89	10,84
<i>Fondos públicos</i>	<i>8,74</i>	<i>8,49</i>	<i>8,43</i>	<i>9,83</i>	<i>9,49</i>	<i>9,49</i>	<i>10,08</i>	<i>11,31</i>
<i>Otros títulos de renta fija</i>	<i>9,49</i>	<i>8,74</i>	<i>7,20</i>	<i>7,77</i>	<i>13,85</i>	<i>12,68</i>	<i>10,63</i>	<i>10,54</i>
<i>Títulos de renta variable</i>	<i>9,12</i>	<i>6,31</i>	<i>8,27</i>	<i>9,63</i>	<i>5,38</i>	<i>6,05</i>	<i>5,05</i>	<i>4,75</i>
En moneda extranjera	4,95	6,01	7,53	6,26	5,98	4,71	4,80	4,15
Inversiones interbancarias	9,87	9,09	10,06	10,51	10,19	8,72	8,92	9,66
<i>Banco de España</i>	<i>8,85</i>	<i>7,14</i>	<i>6,89</i>	<i>5,82</i>	<i>7,88</i>	<i>6,98</i>	<i>5,31</i>	<i>4,56</i>
<i>Ctas. plazo PTA y adqs. temp. act.</i>	<i>13,84</i>	<i>11,67</i>	<i>13,55</i>	<i>14,23</i>	<i>15,64</i>	<i>12,30</i>	<i>14,04</i>	<i>14,77</i>
<i>Ctas. plazo moneda extranjera</i>	<i>7,16</i>	<i>8,25</i>	<i>9,74</i>	<i>10,41</i>	<i>6,29</i>	<i>6,71</i>	<i>9,52</i>	<i>7,41</i>
TOTAL FINANCIACION AJENA	8,08	7,51	8,61	9,74	6,10	6,13	6,81	7,84
No interbancaria	6,63	6,54	7,21	8,44	5,85	5,98	6,40	7,38
En pesetas	6,66	6,50	7,08	8,43	5,85	5,98	6,39	7,38
<i>Acreed. s. priv. y endosos</i>	<i>6,45</i>	<i>6,32</i>	<i>6,85</i>	<i>8,27</i>	<i>5,38</i>	<i>5,61</i>	<i>6,09</i>	<i>7,16</i>
<i>Cuentas corrientes</i>	<i>1,96</i>	<i>2,75</i>	<i>3,40</i>	<i>6,31</i>	<i>1,33</i>	<i>2,05</i>	<i>2,55</i>	<i>3,86</i>
<i>Cuentas de ahorro</i>	<i>1,99</i>	<i>2,18</i>	<i>2,42</i>	<i>3,13</i>	<i>2,33</i>	<i>2,26</i>	<i>2,11</i>	<i>2,19</i>
<i>A plazo inferior 6 meses</i>	<i>11,06</i>	<i>9,38</i>	<i>11,57</i>	<i>11,71</i>	<i>9,61</i>	<i>9,17</i>	<i>9,48</i>	<i>10,86</i>
<i>A plazo superior 6 meses</i>	<i>9,01</i>	<i>8,97</i>	<i>8,74</i>	<i>10,04</i>	<i>9,02</i>	<i>9,08</i>	<i>9,16</i>	<i>10,08</i>
<i>Cesión de activos (b)</i>	<i>9,44</i>	<i>8,84</i>	<i>9,64</i>	<i>10,85</i>	<i>8,99</i>	<i>9,92</i>	<i>11,17</i>	<i>12,11</i>
<i>Empréstitos</i>	<i>9,44</i>	<i>9,37</i>	<i>9,38</i>	<i>9,83</i>	<i>10,83</i>	<i>10,29</i>	<i>9,88</i>	<i>10,33</i>
En moneda extranjera	6,26	7,06	8,60	8,60	5,73	5,98	7,81	8,27
Financiación interbancaria	10,96	9,50	11,41	12,28	10,09	8,46	11,84	12,69
En pesetas	12,61	10,55	12,62	13,72	11,44	9,28	12,63	14,55
<i>Banco España</i>	<i>11,67</i>	<i>10,16</i>	<i>13,83</i>	<i>14,59</i>	<i>19,24</i>	<i>15,24</i>	<i>19,11</i>	<i>18,34</i>
<i>Ctas. a plazo y ces. temp. act.</i>	<i>14,59</i>	<i>11,52</i>	<i>13,75</i>	<i>14,73</i>	<i>14,68</i>	<i>11,36</i>	<i>12,76</i>	<i>15,73</i>
<i>Créditos provisión</i>	<i>8,01</i>	<i>7,93</i>	<i>7,86</i>	<i>9,49</i>	<i>10,17</i>	<i>10,08</i>	<i>10,73</i>	<i>13,27</i>
En moneda extranjera	6,89	7,53	9,23	9,75	6,20	6,57	9,42	7,47
<i>Cuentas a plazo</i>	<i>7,11</i>	<i>7,75</i>	<i>9,44</i>	<i>9,93</i>	<i>6,44</i>	<i>6,82</i>	<i>9,77</i>	<i>8,09</i>
PRO MEMORIA:								
Créditos de firma	1,32	1,32	1,39	1,40	1,73	1,80	1,89	1,80

Fuente: Banco de España.

(a) No incluye morosos y dudosos y se refiere sólo al sector privado residente.

(b) Sobre efectivos.

3. Estructura de la inversión y financiación media

%

	Bancos				Cajas			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS								
RENTABLES	92,1	92,3	92,6	92,5	89,3	89,9	90,2	89,7
Activos financ. rentables en PTA	77,8	77,5	77,8	77,6	87,3	87,9	88,1	87,3
Banco de España (a)	7,2	7,7	7,9	6,7	13,1	11,9	10,9	9,3
Apoyos interbancarios	11,0	9,8	11,5	12,6	9,9	9,2	9,2	11,0
Inversión crediticia (b)	40,1	40,6	40,5	41,1	40,4	41,6	42,1	41,5
Cartera de valores	19,6	19,4	17,9	17,2	23,9	25,2	25,8	25,5
Activos financ. rentables ME	14,3	14,8	14,8	14,9	2,0	2,0	2,1	2,4
Apoyos interbancarios	9,0	8,5	8,6	8,8	1,3	1,3	1,3	1,7
Créditos	4,3	5,4	5,3	5,0	0,4	0,5	0,6	0,6
Valores	0,9	0,9	1,0	1,1	0,2	0,1	0,1	0,2
OTRAS CUENTAS DE ACTIVO	7,9	7,7	7,4	7,5	10,7	10,1	9,8	10,3
Inmovilizado	1,9	2,0	1,9	1,9	3,4	3,0	2,9	3,4
Aplicación OBS (sólo cajas)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,4	0,5
Cuentas periodificación y otras	6,0	5,7	5,5	5,6	6,8	6,6	6,5	6,4
TOTAL BALANCE MEDIO	100	100	100	100	100	100	100	100
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS								
ONEROSOS	84,1	83,1	82,5	82,5	84,7	84,1	83,8	83,6
Pasivos financ. onerosos PTA	71,1	69,1	68,0	67,5	83,0	82,2	81,8	81,0
Apoyos interbancarios (c)	20,1	17,6	17,7	17,8	3,7	3,6	4,8	5,4
Cuentas corrientes	11,2	12,5	12,1	14,4	8,5	9,4	9,4	9,2
Cuentas de ahorro	6,2	6,3	6,0	5,4	27,9	26,3	24,1	21,8
Imposic. y emprést. s. priv. (d)	20,7	18,4	16,9	14,5	35,2	31,7	27,4	26,5
Cesiones y endosos	9,6	10,5	10,5	10,2	2,9	6,0	10,6	12,9
Otros pasivos ordinarios	3,4	3,9	4,9	5,3	4,9	5,1	5,6	5,3
Pasivos financ. onerosos ME	13,0	14,0	14,5	15,0	1,7	5,3	2,0	2,5
Apoyos interbancarios	8,2	9,4	9,8	10,2	1,3	1,6	1,6	1,9
Recursos de clientes	4,9	4,6	4,7	4,8	0,4	0,4	0,5	0,6
OTROS CUENTAS DE PASIVO	15,9	16,9	17,5	17,5	15,3	15,9	16,2	16,4
Rec. propios y pas. no onerosos	8,7	9,8	10,0	10,3	9,9	10,4	10,5	10,9
Ctas. de periodificación y otras	7,2	7,1	7,5	7,2	5,4	5,5	5,7	5,5

Fuente: Banco de España.

(a) Incluye los depósitos totales en el Banco de España por las dificultades técnicas de separar la parte remunerada de la no remunerada. El efectivo se incluye en otras cuentas.

(b) Comprende dudosos y morosos, así como los efectos endosados.

(c) Incluye los créditos de provisión y del ICO, y los préstamos del Banco de España y Fondo de Garantía de Depósitos.

(d) Incluye los certificados de depósito y pagarés y efectos emitidos a descuento.

4. Evolución trimestral de los márgenes, rentabilidad y costes medios

%

	Total bancos								Total cajas							
	1989				1990				1989				1990			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Productos, costes y márgenes en términos de balance																
Productos financieros	10,73	11,32	11,20	11,37	11,96	11,79	11,89	12,30	9,99	10,25	10,45	10,68	10,83	10,69	10,95	11,25
Costes financieros	-6,59	-7,12	-7,23	-7,31	-7,73	-7,74	-7,99	-8,33	-5,41	-5,59	-5,76	-6,02	-6,38	-6,38	-6,61	-6,81
Margen de intermediación	4,14	4,20	3,97	4,06	4,23	4,05	3,90	3,97	4,59	4,67	4,69	4,66	4,45	4,32	4,34	4,44
Margen de explotación	2,11	2,33	2,11	1,95	2,21	2,14	1,81	1,79	1,95	2,00	2,12	1,78	1,87	1,67	1,80	1,76
Diferencial Total Act. Rent.-Total Pasivos Onerosos	3,62	3,58	3,36	3,46	3,59	3,44	3,14	3,34	4,65	4,71	4,72	4,67	4,37	4,28	4,32	4,45
Diferencial Inv. Cticia. PTA-Fin no interb. PTA	8,53	8,53	8,57	8,99	8,89	8,66	8,68	7,87	7,31	7,59	7,44	7,53	7,03	6,92	6,98	7,40
Rentabilidades medias																
Total activos rentables	11,63	12,25	12,08	12,44	13,04	12,88	12,99	13,54	11,06	11,37	11,63	11,87	11,96	11,88	12,28	12,64
Inversión crediticia en PTA	15,13	15,54	15,75	16,47	16,60	17,01	17,30	16,84	13,44	13,88	13,84	14,24	14,07	14,21	14,46	15,07
Fondos públicos	8,03	8,20	8,74	8,67	9,10	9,09	10,00	10,92	9,59	9,89	10,25	10,49	10,85	11,07	11,46	11,80
ECA en PTA: plazo y adquisición temporal	12,88	13,45	14,38	13,41	14,01	13,66	13,11	15,98	13,55	13,37	14,77	14,30	14,42	14,09	15,53	15,00
Costes medios																
Total pasivos onerosos	8,01	8,67	8,72	8,98	9,45	9,44	9,85	10,20	6,41	6,66	6,91	7,20	7,59	7,60	7,96	8,19
Financiación no interbanc. en PTA	6,60	7,01	7,18	7,48	7,71	8,35	8,62	8,97	6,13	6,29	6,40	6,71	7,04	7,29	7,48	7,67
Cuentas corrientes	3,08	3,22	3,29	3,99	4,68	6,29	6,78	7,09	2,32	2,41	2,56	2,86	3,17	3,72	4,11	4,34
Cuentas a plazo	9,00	9,46	9,63	9,86	10,03	10,47	10,88	11,17	9,33	9,62	9,91	10,22	10,49	10,71	11,01	11,13
ECA en PTA: plazo y cesión temporal	12,87	13,40	14,32	14,29	14,38	14,60	15,24	14,69	12,18	13,11	12,63	13,14	14,42	15,53	15,89	16,62

Fuente: Banco de España.

5. Otras magnitudes relacionadas con los gastos de explotación

	1987	1988	1989	1990
Banca privada				
Número de empleados	157.595	157.072	158.401	160.104
Número de oficinas	16.586	16.679	16.975	17.014
Gastos de personal por empleado activo (miles de PTA) (a)	3.270	3.590	4.010	4.440
Empleados por oficina (a diciembre de cada año)	9,5	9,4	9,3	9,4
Recursos ajenos por empleado (millones PTA a diciembre de cada año)	107	117	131	141
Tasa de amortización del activo fijo neto (%)	7,9	7,4	7,8	7,7
Tasa de amortización del mobiliario e instalaciones neto (%)	16,6	16,8	17,4	16,2
Cajas de ahorro				
Número de empleados	70.208	73.877	78.602	80.760
Número de oficinas	13.487	14.097	14.933	15.372
Gastos de personal por empleado activo (miles de PTA) (a)	3.662	3.790	4.300	4.790
Empleados por oficina (a diciembre de cada año)	5,2	5,2	5,3	5,3
Recursos ajenos por empleado (millones PTA a diciembre de cada año)	155	169	191	216
Tasa de amortización del activo fijo neto (%)	7,7	8,6	8,8	7,9
Tasa de amortización del mobiliario e instalaciones neto (%)	17,8	18,5	18,6	18,8

Fuente: Banco de España.

(a) Sobre empleados medios. No incluye dotaciones a fondos de pensiones ni pagos a pensionistas.

6. Detalle del saneamiento de créditos

	1987	1988	1989	1990
m m				
Banca privada				
1. Amortización de activos con cargo a resultados del ejercicio	2,5	17,8	17,6	4,2
<i>Amortización de activos</i>	147,8	267,7	182,4	118,8
<i>Menos: utilización de fondos de insolvencia</i>	112,5	198,6	105,1	84,7
<i>utilización de fondos de riesgo-país</i>	32,8	51,3	59,7	29,9
2. Dotación bruta a los fondos	290,6	317,2	224,7	245,2
<i>Por insolvencia</i>	197,0	216,2	174,5	217,6
<i>Por riesgo-país</i>	93,6	100,9	50,2	27,6
3. Fondos disponibles	95,4	80,7	75,4	93,2
<i>Por insolvencia</i>	62,1	58,1	48,9	57,2
<i>Por riesgo-país</i>	33,3	22,6	26,5	36,0
Total saneamiento en la cuenta de resultados (1+2-3)	197,7	254,3	166,9	156,2
PRO MEMORIA:				
Activos en suspenso recuperados (incluidos en otros adeudos y abonos)	25,3	31,1	25,5	30,2
Cajas de ahorro				
1. Amortización de activos con cargo a resultados del ejercicio	2,4	2,4	2,4	4,5
<i>Amortización de activos</i>	35,6	34,2	28,3	34,3
<i>Menos: utilización de fondos de insolvencia</i>	33,3	31,8	25,2	29,0
<i>utilización de fondos de riesgo-país</i>	0,0	0,0	0,6	0,8
2. Dotación bruta a los fondos	110,9	130,7	106,2	152,6
<i>Por insolvencia</i>	109,8	130,5	105,4	152,4
<i>Por riesgo-país</i>	1,1	0,2	0,8	0,2
3. Fondos disponibles	49,0	63,5	64,8	90,9
<i>Por insolvencia</i>	48,6	63,3	64,6	90,6
<i>Por riesgo-país</i>	0,4	0,2	0,3	0,3
Total saneamiento en la cuenta de resultados (1+2-3)	64,2	69,5	43,8	66,2
PRO MEMORIA:				
Activos en suspenso recuperados (incluidos en otros adeudos y abonos)	9,2	12,8	12,6	11,6

Fuente: Banco de España.

7. Saneamiento del crédito a diciembre de cada año (a)

	1987	1988	1989	1990
SANEAMIENTO SEGUN CUENTA DE RESULTADOS EN % DEL CREDITO DINERARIO:				
Banca privada	1,46	1,67	0,96	0,81
Cajas de ahorro	1,15	1,04	0,59	0,68
FONDOS DE INSOLVENCIA EN % DEL CREDITO DINERARIO:				
Banca privada	3,0	2,5	2,3	2,4
Cajas de ahorro	3,5	3,2	2,9	3,0
FONDOS DE INSOLVENCIA EN % DE ACTIVOS DUDOSOS:				
Banca privada	80,8	77,3	75,4	67,2
Cajas de ahorro	82,0	72,7	75,8	67,8
PRO MEMORIA: ACTIVOS DUDOSOS EN % DEL CREDITO DINERARIO (2)/(3)*100:				
Banca privada	3,6	3,1	3,0	3,6
Cajas de ahorro	4,3	4,4	3,9	4,5
FONDOS RIESGO-PAIS EN % DE LOS RIESGOS PROVISIONALES:				
Banca privada	26,3	35,3	31,5	31,3
Cajas de ahorro	39,1	29,2	40,0	22,8

Fuente: Banco de España.

(a) El crédito dinerario no comprende los activos frente a entidades de crédito salvo si se encuentran clasificados como morosos y dudosos, categoría esta última incorporada. Por contra, se incluye la totalidad de los efectos redescontados.

8. Rentabilidad de los recursos propios medios. Principales componentes

	Bancos				Cajas (a)			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
1. Resultado neto/balance medio (%)	1,02	1,38	1,54	1,52	1,34	0,78	1,10	0,99
2. Balance medio/recursos propios medios unidades	16,6	14,2	13,7	13,2	16,3	16,3	17,2	16,8
3. Rentabilidad recursos propios (%) (1 x 2)	16,9	19,6	21,1	20,0	21,8	12,7	18,9	16,7

Fuente: Banco de España.

(a) No incluye los fondos de la OBS aplicados a dicho fin.

9. Distribución de resultados

	Bancos				Cajas (a)			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
Beneficios (mm)	304,8	449,6	579,5	634,8	182,1	123,1	212,8	226,7
DISTRIBUCION PORCENTUAL:								
Impuestos	26,7	29,6	30,9	29,8	19,0	15,9	23,0	26,2
Dividendos	29,5	31,0	32,0	32,7	—	—	—	—
Obra benéfico-social	—	—	—	—	18,1	27,0	20,7	20,7
Reservas	40,4	36,1	31,9	33,2	58,4	52,7	50,7	46,5
Variación del remanente	1,7	2,1	1,5	0,5	—	—	—	1,8
Otros	1,7	1,2	3,8	3,8	4,5	4,4	5,6	4,8
	100	100	100	100	100	100	100	100

Fuente: Banco de España.



Índice de rendimiento de una cartera de deuda del Estado

1. INTRODUCCION

La importancia creciente del mercado de deuda pública en las decisiones de cartera plantea la necesidad de disponer de información puntual y precisa sobre su rentabilidad, así como sobre otras características relevantes en el proceso de decisión que se refieran al riesgo inherente a la obtención de aquélla (vida media, duración, variabilidad, sensibilidad y convexidad).

En este sentido reviste gran interés la disponibilidad de índices que midan los resultados del mercado en su conjunto, ya que ello proporciona una base de referencia con la que comparar los resultados de una cartera concreta o particular, lo que los convierte en una herramienta muy conveniente en las decisiones de distribución de cartera y gestión de riesgos.

La conveniencia de medidas de rentabilidad de la deuda en forma de índices, junto con la necesidad de favorecer la transparencia de los mercados y de incrementar la información estadística disponible para el público y para la comunidad inversora, han conducido a la construcción de la información que se presenta en este artículo. Así, se ha abordado la construcción de una medida de rentabilidad ex-post de la deuda del Estado anotada emitida a medio y largo plazo, que complementa la información actualmente disponible referida al rendimiento interno medio de la deuda.

Esta medida se concreta en la forma de un índice del mercado de deuda que mida las variaciones de valor de una cartera que representa los valores en circulación que más se negocian en el mercado en cada momento. Las variaciones de valor se deberán a las ganancias de capital, a los intereses devengados, y a la reinversión de intereses cobrados.

Las decisiones de cartera requieren no sólo disponer de información sobre rendimientos, sino también sobre los riesgos inherentes a su obtención. Por ello son muy útiles los estadísticos que reflejan el riesgo a que se enfrenta el inversor o el gestor de carteras en el mercado secundario de deuda. Dado que la liquidez y solvencia del emisor en este caso están sobradamente garantizadas, ello repercute en el mercado secundario en la medida en que el riesgo más importante a tener en cuenta ante la toma de decisiones es el riesgo de tipo de interés. Las medidas de riesgo tratadas en este trabajo hacen por lo tanto referencia a este riesgo.

Una vez delimitado el contexto en el que se inscribe este trabajo, el objetivo del mismo consiste en describir el método de elaboración de una familia de índices que mida los rendimientos ex-post de una cartera representativa de valores públicos emitidos a

medio y largo plazo que se negocian en el mercado secundario, así como de un conjunto de estadísticos que complementan dicha información con datos que miden el riesgo de tipo de interés a que se enfrentan los inversores de este mercado.

El trabajo consta de seis epígrafes. En este primero se delimita el ámbito a que se refiere el trabajo. En el segundo epígrafe se abordan aspectos conceptuales y metodológicos básicos, con la finalidad de familiarizar al lector con las herramientas que se ofrecen, sin la necesidad de entrar en la formalización matemática de las mismas. En el tercer epígrafe se completa el segundo con la notación y la formulación de los conceptos expuestos. El lector no familiarizado con dichas expresiones podrá abordarlas con mayor facilidad después de la lectura del epígrafe segundo. Este hecho es especialmente importante en la medida en que el tercer epígrafe constituye el núcleo de este trabajo. En el cuarto epígrafe se exponen los criterios prácticos que se han utilizado en la elaboración de los datos de los índices y de los estadísticos complementarios. En el quinto se aborda un somero análisis de los datos a fin de mes de los índices y de la vida media y duración, representados en los gráficos 1 y 2. En el sexto se exponen las conclusiones de este estudio, subrayando los puntos claves en los que el trabajo supone una aportación importante a los datos que hasta ahora se han publicado.

Por último, se incluye un apéndice con datos a fin de mes, desde diciembre de 1987 hasta abril de 1991, así como datos diarios de 1991.

Para concluir este primer epígrafe, de carácter introductorio, es importante señalar que los índices y estadísticos elaborados se obtienen diariamente, lo que permite disponer de ellos con un retraso temporal mínimo. Los índices y los estadísticos vida media y duración se publicarán en el Boletín Estadístico en forma de serie de periodicidad mensual. Asimismo, esta información aparecerá con carácter semanal (los martes) en el Boletín de la Central de Anotaciones en Cuenta. Ello no excluye la posterior disposición de otras formas de acceso a la información diaria.

2. CONCEPTOS Y METODOLOGIA BASICA

La primera pregunta que se plantea cuando se aborda este epígrafe es la definición y utilidad de los índices del mercado. Un índice del mercado registra las variaciones de valor que experimenta un conjunto de valores desde el momento en el que se ha establecido la base 100 de dicho índice hasta el día en que se ofrece el dato del índice. Ello no impide la comparación de la evolución de valor desde un momento cualquiera del pasado, posterior a la fecha de

imputación de la base 100, hasta el momento presente. De la comparación de los dos datos se obtiene información acerca de la rentabilidad de los valores en el período que queda definido por las dos fechas objeto de comparación desde una perspectiva *ex-post*; sirve, por lo tanto, para evaluar los rendimientos generados en ese período por el conjunto de valores escogido como referencia.

Puesto que los gestores de cartera o bien desean cubrir o neutralizar riesgos derivados de sus decisiones de inversión, o bien desean obtener rentabilidad, pero conociendo los riesgos a que se exponen para así poder escoger la combinación rentabilidad-riesgo que deseen, las medidas complementarias de riesgo son un contrapunto necesario para poder tomar decisiones de inversión en el mercado de deuda ante alternativas de inversión en valores de otros mercados, como los mercados secundarios bursátiles de renta fija emitida por agentes privados, o bien cualquier otro tipo de inversión genérica.

Por lo tanto, el hecho de que el gestor de carteras disponga de medidas de rentabilidad y riesgo que le sirven de *referencia* le permite evaluar las decisiones que adopta en cuanto a la constitución y redistribución de su propia cartera particular.

Con este fin, se elabora una familia de índices con una doble vertiente: por una parte, se seleccionan de entre las emisiones de bonos y obligaciones del Estado que se negocian en el mercado secundario las que se consideran más líquidas en función de unos criterios preestablecidos, y se elabora un índice de cada una de estas referencias. Dicho conjunto de emisiones líquidas se considera a su vez como una *cartera* representativa, y se elabora un índice de dicha cartera agregando de forma ponderada los índices de las referencias individuales. En adelante, nos referimos a dicho conjunto de referencias representativas como «*cartera*».

Por otra parte, tanto los índices individuales como el índice agregado se desglosan en índices de precios e índices de intereses. Los índices y su desglose en índices de precios y de intereses miden, respectivamente, el rendimiento derivado de los precios brutos o efectivos —es decir, recogen las ganancias o pérdidas de capital y los intereses devengados—, así como de la reinversión de los cupones cobrados; el rendimiento derivado de precios netos o *ex-cupón* y, finalmente, el rendimiento derivado de los intereses acumulados y de la reinversión de cupones en la emisión correspondiente o en la cartera, a precios de mercado.

Hay que subrayar que el rendimiento medido con los índices descritos es un rendimiento *ex-post*: el índice imputado al momento *t* reflejará la ganancia

cia desde un momento determinado $t-1$ del *pasado* hasta dicho momento t . Hay que destacar este hecho a la hora de presentar conjuntamente en t dichos índices con estadísticos de medición del *riesgo esperado* imputados al momento t , que hacen referencia a adquisiciones a efectuar en t con vistas al futuro.

Ello tiene una incidencia en la agregación de los índices y estadísticos: la cartera constituida en el momento $t-1$ tendrá unos estadísticos agregados que están imputados al momento $t-1$. El índice *ex-post* que incorpora las variaciones de valor de esta cartera desde $t-1$ hasta t se imputará al momento t . El rendimiento del período entre $t-1$ y t será la tasa de variación del índice. Si se desea expresarlo en tasa anual habrá que realizar las transformaciones de escala oportunas.

De ello se deduce que cuando se utilizan las series de ponderaciones para agregar los índices, éstas están desfasadas un período, mientras que se utilizan con los datos contemporáneos a los estadísticos cuando se agregan éstos. Esto se verá con más detenimiento en el epígrafe 4.

Como ya se ha indicado en la introducción, la información acerca del riesgo que se asume al llevar a cabo una inversión o mantener una posición determinada es vital en las decisiones de cartera, por lo que disponer exclusivamente de medidas de rentabilidad no cubre esta laguna. Esta información puede ser decisiva, sin embargo, a la hora de decantarse por una u otra inversión, o para constituir carteras que compensen o reduzcan riesgos frente a inversiones en valores aislados. Por ello, se elaboran también estadísticos que sintetizan en una medida o valor la magnitud del riesgo al que se enfrenta el inversor.

El riesgo más importante de las inversiones en renta fija a medio y largo plazo emitida por el Estado es el riesgo de *tipo de interés*. Este se materializa en dos riesgos distintos, en función de la incidencia de las fluctuaciones de los tipos de interés en el valor actual o en el valor final de los flujos financieros ligados a una determinada inversión.

En primer lugar, existe un *riesgo de plusvalía/minusvalía*, en tanto que una variación de tipos incide en un mayor o menor valor actual en el mercado de una determinada referencia, valor que no es más que el precio que el inversor ha de pagar en el mercado secundario.

En segundo lugar, existe un *riesgo de reinversión*, que se mueve en sentido contrario al riesgo de plusvalía/minusvalía, en función de la incidencia de la variación de tipos en la reinversión de flujos y su

consiguiente valor final. Por ejemplo, si el riesgo de tipo de interés se concreta en un alza en los tipos de interés del mercado, el valor de una referencia o de una cartera disminuirá, pero permitirá reinvertir los flujos a un precio más ventajoso, asegurando una rentabilidad y un valor final mayores.

En este trabajo se aborda la medición del riesgo de tipo de interés como riesgo de plusvalía/minusvalía, en tanto que los estadísticos que se elaboran se fundamentan en la relación de equivalencia financiera que iguala los precios a los valores actualizados de los flujos a percibir.

Una vez que resulta evidente la necesidad de disponer de medidas de riesgo, se plantea la necesidad de elegir qué medidas se elaboran, puesto que existe un amplio abanico de estadísticos relacionados con el concepto de riesgo de tipo de interés. En este trabajo se ha optado por elaborar varias medidas. Los conceptos a que hacen referencia y la interrelación entre ellos se abordan a continuación.

Existen, de hecho, varias posibilidades para medir y expresar el riesgo previsto de tipo de interés: en primer lugar, en un contexto de incertidumbre, a igualdad de periodicidad de los pagos y de tipo de interés nominal en dos emisiones con amortización a distinto plazo, el mercado valorará el riesgo de tipo de interés en función del plazo de amortización, dando lugar a un precio y un rendimiento interno distintos en cada emisión. La diferencia de precios dependerá de lo que se espera que suceda con los tipos de interés una vez vencida la emisión a plazo más corto. Puede existir indiferencia entre ambas emisiones, como caso límite teórico, si la estructura de tipos para distintos plazos es plana e invariable, y si el tipo nominal es igual al rendimiento interno. Entonces, ambas emisiones tendrán el mismo precio, puesto que vencida la emisión a plazo más corto, está asegurada la reinversión al mismo tipo de interés.

Así, el *plazo* se convierte en la medida más sencilla, aunque rudimentaria y con limitaciones, del riesgo de tipo de interés. Para la evaluación del riesgo de una *cartera* habría que elaborar una vida media ponderada a partir de los plazos de las emisiones líquidas seleccionadas. La mayor limitación de una medida de riesgo que se refiera a los flujos de amortización es que no tiene en cuenta los flujos de cupones, que inciden en una reducción o aumento del riesgo en función de un mayor o menor tipo de interés nominal, o de una menor o mayor periodicidad de los pagos, respectivamente. Es decir, el importe y la lejanía en el tiempo de cualquier flujo que se perciba como consecuencia de una inversión influirán en el riesgo, con independencia de la naturaleza del mismo.

Por estos motivos, Macaulay desarrolló el concepto de *Duración*. En sentido estricto, se puede describir como una media ponderada de todos los *plazos* hasta cada uno de los flujos a recibir, en la que las ponderaciones son el valor actual del importe de dichos flujos. Ahondando más en las consecuencias de dicha definición, se observa que ésta es una medida sintética de riesgo, expresada también en unidades de tiempo, que tiene en cuenta los flujos de cupones, además de los de amortización, así como el importe, la periodicidad y la lejanía en el tiempo hasta el vencimiento de dichos flujos. En general, será cierto que:

- A mayor tipo de interés nominal, menor riesgo de tipo de interés en emisiones con cupones. Ante dos emisiones con el mismo rendimiento interno, aquella que tenga mayor cupón supondrá una recuperación más rápida de la inversión, y por lo tanto el riesgo ante una posible perturbación es menor.
- A mayor periodicidad de los pagos, menor riesgo de tipo de interés. A igualdad de rendimiento interno, por ejemplo, las emisiones cupón-cero son más arriesgadas que las emisiones con cupones periódicos.
- A menores plazos de los flujos, como ampliación y generalización de la validez del plazo de amortización como medida de riesgo, menor riesgo. La reducción de plazo incide en una reducción *directa* de la *duración*, ya que se ponderan plazos más *cortos*, y una *indirecta*, derivada de que la *actualización* de los *flujos* presenta un valor *mayor*, y por lo tanto, las ponderaciones de dichos plazos más cortos son mayores.

La *duración* permite, en consecuencia, comparaciones más precisas entre riesgos de distintas emisiones. Tiene además la gran ventaja de estar directamente emparentada en su expresión analítica con la *sensibilidad* y la *variabilidad*, medidas directas del riesgo, ya que son aproximaciones a variaciones relativas y absolutas en los precios ante variaciones en los tipos de interés.

Estas medidas permiten estimar la variación en el precio, como consecuencia de variaciones en el tipo de interés, mediante una aproximación lineal basada en el concepto de diferencial, tanto más válida cuanto menor sea la fluctuación habida en los tipos de interés y cuanto más lineal sea la curva de tipo de interés-precio bruto.

El concepto de *convexidad* permite matizar la estimación realizada por aproximación lineal. La convexidad se define como la segunda derivada del precio respecto del tipo de interés, ponderada por el

precio. Es por tanto una medida de *aceleración* del precio (o *variación* de la *variación*) ante variaciones en el tipo de interés. Incorpora información sobre el grado de curvatura de la curva tipo de interés-precio bruto, y nos permite por lo tanto apreciar la no-linealidad de las variaciones en los precios ante variaciones de distinta magnitud en los tipos, matizando la validez de medidas como la sensibilidad o volatilidad.

Por último, aunque este concepto se haya abordado ya en trabajos anteriores, se elabora un rendimiento interno medio de la cartera sobre la que se construye el índice agregado, como medida de rendimiento esperado de dicha cartera con la reinversión supuesta a este mismo tipo. El concepto de rendimiento interno está más emparentado con los estadísticos de duración, sensibilidad, variabilidad y convexidad, que con los índices de rendimiento, puesto que está fundamentado en la relación de actualización que iguala el precio presente a los flujos futuros y, por tanto, es una medida *ex-ante*, es decir, un valor *esperado*. Esto se verá con más claridad en el epígrafe tercero, en el que se expone la formulación que sustenta la elaboración de los datos.

3. NOTACION Y FORMULACION

3.1. Notación

3.1.1. Notación referente a los índices

a) Precios y cupones

$P_{j,t}$	precio bruto medio de la emisión j el día t (en %).
$P_{j,t}$	precio ex-cupón medio de la emisión j en el día t (Cambio seco) (en %).
$P_{j,0}$	precio ex-cupón medio de la emisión j el último día hábil del mercado anterior a la entrada del bono en la cartera del índice (en %).
$cc_{j,t}$	interés acumulado (cupón corrido) de la emisión j en el día t (en %).
$C_{j,t}$	cupón de la emisión j pagado en t (en %).

b) Saldos y ponderaciones

$q_{j,t-1}$	saldo nominal vivo de la emisión j en el momento $t-1$.
$m_{j,t-1}$	ponderación que recibe la emisión j en el índice agregado de rendimiento en el día t (a

partir de valores brutos de mercado del día hábil anterior, t-1).

$m_{j,t-1} \cdot r_{j,t}/r_{j,t-1}$ contribución de la emisión j a la variación del índice agregado de rendimiento entre t-1 y t.

$m_{j,t-1}^p$ ponderación que recibe la emisión j en el índice agregado de precios en el día t (calculada con valores ex-cupón del día hábil anterior, t-1).

$m_{j,t-1}^p P_{j,t} / P_{j,t-1}$ contribución de la emisión j a la variación del índice agregado de precios entre t-1 y t.

c) Índices individuales

$r_{j,t}$ índice de rendimiento de la emisión j en el día t.

$pr_{j,t}$ índice de precios de la emisión j en el día t.

$y_{j,t}$ índice de intereses de la emisión j en el día t.

d) Índices agregados

RT_t índice agregado de rendimiento en el día t.

PR_t índice agregado de precios en el día t.

Y_t índice agregado de intereses en el día t.

3.1.2. Notación referente a los estadísticos complementarios

a) Amortización, tipos y plazos de cada emisión

A_j valor de amortización de la emisión j (en %)

$r_{j,t}$ rendimiento interno en t de la emisión j (en %).

$T_{k,j,t}$ plazo hasta el flujo k de la emisión j (en días). $K = 1, \dots, p$.

$F_{j,p}$ fecha de la amortización de la emisión j.

b) Estadísticos individuales

$vm_{j,t}$ plazo residual de la emisión j en t (en años)

$d_{j,t}$ duración de la emisión j en el momento t (en años).

$v_{j,t}$ variabilidad de la emisión j en el momento t (en puntos porcentuales).

$s_{j,t}$ sensibilidad de la emisión j en el momento t (en %).

$cv_{j,t}$ convexidad de la emisión j en el momento t (en %).

c) Estadísticos agregados

R_t rendimiento interno medio de la cartera en t (en %).

VM_t vida media de la cartera en t (en años).

D_t duración de la cartera en t (en años).

V_t variabilidad de la cartera en t (en puntos porcentuales).

S_t sensibilidad de la cartera en t (en %).

CV_t convexidad de la cartera en t (en %).

3.2. Índices

3.2.1. Índices individuales

a) *de rendimiento*, mide el rendimiento de una determinada emisión derivado de las variaciones de precios ex-cupón, de los intereses corridos y de la reinversión de cupones.

$$r_{j,t} = r_{j,t-1} \frac{PB_{j,t}}{PB_{j,t-1}}$$

si $cc_{j,t} > cc_{j,t-1}$.

$$r_{j,t} = r_{j,t-1} \frac{PB_{j,t} + C_{j,t}}{PB_{j,t-1}}$$

si $cc_{j,t} < cc_{j,t-1}$ (cobro y reinversión del cupón).

b) *de precios*, mide el rendimiento de una determinada emisión derivada únicamente de las variaciones de precios ex-cupón sin considerar los cupones corridos.

$$pr_{j,t} = pr_{j,t-1} \frac{P_{j,t}}{P_{j,t-1}} = \frac{P_{j,t}}{P_{j,0}} 100$$

c) *de intereses*, mide el rendimiento de una determinada emisión derivado de los cupones corri-

dos y de la reinversión de cupones en la emisión.

$$y_{j,t} = \frac{rt_{j,t}}{pr_{j,t}} 100$$

3.2.2. Índices agregados

a) *de rendimiento*, mide el rendimiento de la cartera derivado de las variaciones de precios ex-cupón, de los intereses corridos y de la reinversión de cupones.

$$RT_t = RT_{t-1} \sum_{j=1}^n m_{j,t-1} \frac{rt_{j,t}}{rt_{j,t-1}}$$

$$m_{j,t-1} = \frac{q_{j,t-1} (P_{j,t-1} + cc_{j,t-1})}{\sum_{j=1}^n q_{j,t-1} (P_{j,t-1} + cc_{j,t-1})}$$

$$\sum_{j=1}^n m_{j,t-1} = 1$$

b) *de precios*, mide el rendimiento de la cartera derivado únicamente de las variaciones de precios ex-cupón, sin considerar los cupones corridos.

$$PR_t = PR_{t-1} \cdot \sum_{j=1}^n m_{j,t-1}^p \cdot \frac{P_{j,t}}{P_{j,t-1}}$$

$$m_{j,t-1}^p = \frac{q_{j,t-1} P_{j,t-1}}{\sum_{j=1}^n q_{j,t-1} \cdot P_{j,t-1}}$$

$$\sum_{j=1}^n m_{j,t-1}^p = 1$$

c) *de intereses*, mide el rendimiento de la cartera derivado de los cupones corridos y de la reinversión de cupones en la cartera.

$$Y_t = \frac{RT_t}{PR_t} 100$$

3.3. Estadísticos

3.3.1. Individuales (para cada emisión j)

a) *Rendimiento interno*. Aunque no es el objetivo central de este trabajo, se incluye por razones metodológicas en la medida en que se necesitan tipos de interés para los factores de descuento que se utilizan en los estadísticos complementarios. Es el tipo de interés que resuelve la ecuación

que iguala el precio a la actualización de los flujos futuros a recibir. Está expresado en tanto por ciento; $r_{j,t}$ será tal que

$$PB_{j,t} = C_j \sum_{k=1}^p \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{k,j,t}}{365}} + A_j \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{p,j,t}}{365}}$$

(Convenio utilizado por la Central de Anotaciones)

b) *Plazo residual*. Es, en nuestro caso, el plazo hasta la amortización u opción de amortización anticipada. Expresado en años

$$vm_{j,t} = \frac{1}{365} T_{p,j,t} = \frac{1}{365} (F_{p,j} - t)$$

c) *Duración (Vida Media de Macaulay)*. Es la media ponderada de todos los plazos de los flujos a recibir como consecuencia de la inversión. Las ponderaciones son los valores actuales de los importes de dichos flujos. La actualización se realiza con el rendimiento interno de cada emisión. Se expresa en años.

$$d_{j,t} = \frac{C_j \sum_{k=1}^p \frac{T_{k,j,t}}{365} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{k,j,t}}{365}} + A_j \frac{T_{p,j,t}}{365} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{p,j,t}}{365}}}{C_j \sum_{k=1}^p \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{k,j,t}}{365}} + A_j \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{p,j,t}}{365}}}$$

El denominador de esta expresión es $PB_{j,t}$ (ver apartado a) anterior).

d) *Variabilidad*. Variación absoluta del precio ante una variación absoluta infinitesimal del tipo de interés, en puntos porcentuales. Derivada de la curva tipo de interés-precio bruto.

$$v_{j,t} = \frac{dPB_{j,t}}{dr_{j,t}} = \frac{-1}{100} C_j \sum_{k=1}^p \frac{T_{k,j,t}}{365} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{k,j,t}}{365}-1} +$$

$$+ \frac{-1}{100} A_j \frac{T_{p,j,t}}{365} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{p,j,t}}{365}-1} =$$

$$= \frac{-1}{100 \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)} \left[C_j \sum_{k=1}^p \frac{T_{k,j,t}}{365} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{k,j,t}}{365}} +$$

$$+ A_j \frac{T_{p,j,t}}{365} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{p,j,t}}{365}} \right]$$

e) *Sensibilidad (de Hicks)*. Variación relativa del precio ante una variación absoluta infinitesimal del tipo de interés, en tanto por ciento. Semielasticidad de la curva tipo de interés-precio bruto. Su interés radica en que permite comparaciones más generales entre las pendientes de la curva tipo de interés-precio bruto de distintos valores, al ser una medida en términos *relativos*.

$$s_{j,t} = \frac{dPB_{j,t}}{dr_{j,t}} \frac{100}{PB_{j,t}} = v_{j,t} \frac{100}{PB_{j,t}} =$$

$$= \frac{-1}{PB_{j,t} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)} \left[C_j \sum_{k=1}^p \frac{T_{k,j,t}}{365} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{k,j,t}}{365}} + \right.$$

$$\left. + A_j \frac{T_{p,j,t}}{365} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{p,j,t}}{365}} \right]$$

Relación Sensibilidad-Duración:

$$s_{j,t} = \frac{-1}{\left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)} d_{j,t}$$

f) *Convexidad*. Aceleración relativa del precio (variación relativa de la variación del precio) ante una variación absoluta infinitesimal del tipo de interés, en tanto por ciento. Derivada segunda de la curva tipo de interés-precio bruto, ponderada por el precio bruto (Semielasticidad de la curva tipo de interés - derivada primera del precio). Mide, por lo tanto, el *cambio* de pendiente de la curva tipo de interés-precio bruto en términos relativos

$$cv_{j,t} = \frac{d^2PB_{j,t}}{dr_{j,t}^2} \frac{100}{PB_{j,t}} =$$

$$= \frac{100}{PB_{j,t}} \left[\frac{1}{100^2} C_j \sum_{k=1}^p \frac{T_{k,j,t}}{365} \left(\frac{T_{k,j,t}}{365} + 1 \right) \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{k,j,t}}{365} - 2} + \right.$$

$$\left. + \frac{1}{100^2} A_j \frac{T_{p,j,t}}{365} \left(\frac{T_{p,j,t}}{365} + 1 \right) \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{p,j,t}}{365} - 2} \right] =$$

$$= \frac{1}{100 PB_{j,t} \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^2} \left[C_j \sum_{k=1}^p \frac{T_{k,j,t}}{365} \left(\frac{T_{k,j,t}}{365} + 1 \right) \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{k,j,t}}{365}} + \right.$$

$$\left. + A_j \frac{T_{p,j,t}}{365} \left(\frac{T_{p,j,t}}{365} + 1 \right) \left(1 + \frac{r_{j,t}}{100}\right)^{-\frac{T_{p,j,t}}{365}} \right]$$

3.3.2. Agregados

a) *Rendimiento interno medio*. Se podría calcular un rendimiento interno de la cartera en cada momento como aquel que permite actualizar todos y cada uno de los flujos igualándolos al precio de mercado de la cartera, pero esto es sin duda muy laborioso. Se opta entonces por una agregación ponderada de los rendimientos internos de las emisiones que componen la cartera. Las ponderaciones tienen en cuenta el saldo a precios de mercado de las emisiones, así como un factor corrector de los distintos plazos a que hacen referencia los tipos en las distintas emisiones, de la siguiente forma:

$$R_t = \sum_{j=1}^n m_{j,t} \frac{d_{j,t}}{D_t} r_{j,t}$$

Recordamos que,

$$m_{j,t} = \frac{q_{j,t} (P_{j,t} + cc_{j,t})}{\sum_{j=1}^n q_{j,t} (P_{j,t} + cc_{j,t})}$$

Como

$$D_t = \sum_{j=1}^n m_{j,t} d_{j,t}, \quad \text{y} \quad \sum_{j=1}^n m_{j,t} = 1,$$

ello implica naturalmente que

$$\sum_{j=1}^n m_{j,t} \frac{d_{j,t}}{D_t} = 1$$

b) *Vida media*. Es la media ponderada de los plazos de las emisiones que componen la cartera.

$$VM_t = \sum_{j=1}^n m_{j,t} vm_{j,t}$$

$$m_{j,t} = \frac{q_{j,t} (P_{j,t} + cc_{j,t})}{\sum_{j=1}^n q_{j,t} (P_{j,t} + cc_{j,t})}$$

$$\sum_{j=1}^n m_{j,t} = 1$$

c) *Duración*. Es la media ponderada de las duraciones de las emisiones que componen la cartera. Sería muy laborioso, como en el rendimiento interno, calcular la duración de la cartera ponderando los plazos de cada uno de los flujos, por lo que se ha optado por esta estimación sencilla.

$$D_t = \sum_{j=1}^n m_{j,t} d_{j,t}$$

- d) *Variabilidad.* Es la media ponderada de las variabilidades de cada emisión.

$$V_t = \sum_{j=1}^n m_{j,t} v_{j,t}$$

- e) *Sensibilidad.* Es también una media ponderada de las sensibilidades.

$$S_t = \sum_{j=1}^n m_{j,t} s_{j,t}$$

- f) *Convexidad.* Media ponderada de las convexidades de cada emisión.

$$CV_t = \sum_{j=1}^n m_{j,t} cv_{j,t}$$

4. CRITERIOS PRACTICOS

4.1. Construcción de los índices

4.1.1. Criterios de selección de emisiones: liquidez

Las emisiones que se consideran seleccionables tendrán tipo de interés fijo (1), y pago periódico de cupones. Si tienen opción de amortización, se considerarán de amortización única en la primera opción de amortización; dado que la opción de amortización es simultánea para el emisor y para el tenedor, es razonable esperar que uno de los dos la ejerza porque le favorece financieramente. No se opta por un *censo*, ni por una *muestra* con un número constante de emisiones, sino por la selección en función de unos criterios que den representatividad a las emisiones elegidas para elaborar una cartera con un cierto grado de liquidez. Por otra parte, los índices individuales se calculan para el período de tiempo en el que las emisiones están incluidas en el índice agregado. Los criterios que se utilizan para incluir emisiones en la cartera son:

- a) *Criterio de frecuencia.* Para que una emisión se considere suficientemente líquida y por lo tanto se incluya en el agregado por primera vez, deberá negociarse 7 días o más al mes. Si posteriormente se excluye del agregado su readmisión en el mismo se producirá si ha negociado 10 días o más.

- b) *Criterio de número de operaciones.* Las emisiones se considerarán suficientemente líquidas si igualan o superan 10 operaciones en el mes, cuando se seleccionan por primera vez, y 15, cuando se readmiten.

Cumplimiento e incumplimiento de los criterios de liquidez

Ambos criterios, a) y b), tendrán que cumplirse simultáneamente durante un mes. Al final del mes se dará entrada a la emisión, se elaborará un índice individual y formará parte del índice agregado. Para excluir una emisión, deberán incumplirse ambos criterios durante un mismo mes; al final del mes saldrá la emisión. La emisión permanecerá en la situación en la que esté mientras se cumpla sólo uno de los dos criterios. La readmisión supone el endurecimiento transitorio de las condiciones exigidas para la inclusión inicial y mantenimiento de una emisión dentro de la cartera.

4.1.2. Criterios de exclusión de emisiones en función del plazo

Puesto que el índice mide el rendimiento de los bonos y las obligaciones de la cartera y a plazos no contaminados por movimientos en los mercados a corto plazo, se excluyen las emisiones cuyo plazo hasta el vencimiento (amortización) o, en su caso, hasta la opción de amortización anticipada, sea igual o inferior a un año.

4.1.3. Criterios de utilización de precios

Los precios utilizados para la elaboración de los índices provienen de las operaciones del mercado de deuda del Estado anotada emitida a medio y largo plazo (bonos y obligaciones) realizadas por los miembros del mercado de Anotaciones en Cuenta a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero. La utilización de estos datos permite la elaboración de un índice diario sin retrasos temporales debido a la rápida disponibilidad de dicha información. Se utilizan precios medios diarios de la negociación de cada emisión.

En general, desde la admisión y durante la permanencia de las emisiones en el conjunto de emisiones líquidas, cuando no haya negociación se repetirá el último precio disponible, con el fin de poder encadenar a diario el índice.

4.1.4. Criterios de selección de la base

Para la elaboración del índice agregado se ha optado por la obtención de un índice base 31 diciembre

(1) Hasta el momento, sólo se ha dado el caso de una emisión a tipo variable.

1987, dado que el sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado se pone en funcionamiento en junio de dicho año. Como ya se ha indicado, se obtiene a partir de la agregación de los índices de las emisiones. Los índices individuales se elaboran con base fin de mes anterior al que se incorporan al índice agregado, tanto si se incluyen por primera vez como si una vez excluidos del índice se reincorporan al mismo.

4.1.5. Criterios de reinversión de cupones

Los cupones se reinvierten en el mismo valor para la elaboración de los índices de rendimiento individuales, y en la misma cartera, en el caso del índice de rendimiento agregado. La reinversión se efectúa en la fecha de pago de cupón; en el caso de que no haya habido negociación de la emisión que paga cupón en la fecha del mismo, se reinvertirá en el primer día, posterior a dicha fecha, en el que se hayan cruzado operaciones.

4.1.6. Criterios de ponderación

Se elaboran ponderaciones a partir de la capitalización de las emisiones elegidas; es decir, se agregan los índices referentes a las emisiones individuales en función del *valor de mercado* de los *saldos vivos*. En el caso del índice agregado de rendimiento, los nominales vivos se valoran a precios brutos, mientras que en el índice agregado de precios, se valoran a precios *ex-cupón*. El método de ponderación en función de la *capitalización* dota de mayor estabilidad a los índices agregados que un criterio en función de la *negociación*, ya que las contrataciones diarias registran una mayor dispersión o volatilidad en el tiempo que los saldos vivos, y determinarían un comportamiento más errático de la serie de índices.

Las ponderaciones así construidas son flexibles o elásticas, en la medida en que varían con los precios de mercado y con las nuevas emisiones incorporadas a la cartera o los nuevos tramos de emisiones ya incluidas en ésta.

Los índices individuales de t evalúan el rendimiento de cada emisión desde $t-1$ hasta t , encadenando el índice en $t-1$ con los ratios de variación de precios entre $t-1$ y t . El índice agregado en t mide el rendimiento de una cartera entre $t-1$ y t . Se construye agregando los índices individuales de t con ponderaciones elaboradas con capitalizaciones de $t-1$, por lo que se está midiendo el rendimiento *ex-post* de una cartera constituida en $t-1$. Se encadena el índice de $t-1$ con una media ponderada de ratios de variación de índices individuales entre $t-1$ y t , con ponderaciones referidas a $t-1$.

La cartera de emisiones es variable en función de los criterios establecidos en 4.1.1 y 4.1.2, por lo que el índice reflejará el rendimiento efectivo de una cartera si ésta se compone en cada momento del tiempo de las emisiones incluidas en el índice. El inversor que no desee construir una cartera idéntica a la del índice podrá utilizar el índice como referencia de rentabilidad, y podrá también hacer uso de la metodología de construcción propuesta para que la comparación entre las rentabilidades de la cartera por él elegida y la cartera del índice sea más homogénea.

4.2. Criterios seguidos en la elaboración de los estadísticos adicionales

4.2.1.-4.2.2. Se comparten con los del apartado 4.1

4.2.3. Criterio de actualización

Dado que sólo existen datos en los días de negociación, pero es a la vez necesario elaborar datos diarios de los estadísticos individuales, como en éstos hay abundancia de factores de actualización que sirven para descontar flujos derivados de la inversión para así obtener su valor actual, ello obliga a encontrar tipos de interés que sirvan para descontar. Como cualquier criterio que se escoja implica basarse en supuestos con una menor o mayor dosis de arbitrariedad, se ha optado sencillamente por repetir el rendimiento interno en los días en los que no se han cruzado operaciones, estimando, dados los plazos y las características fijas de las emisiones, los precios brutos y otros valores actuales coherentes con esos rendimientos internos.

4.2.4. Criterios de elaboración de plazos

Los flujos de cupones y amortización se imputan a su fecha teórica, con independencia de si dicha fecha es un día festivo o no. En el caso de existir una opción de amortización anticipada, ésta se considerará el verdadero vencimiento del valor en cuestión, reduciéndose por lo tanto los plazos referidos a una emisión.

4.2.5. Criterio de ponderación

Las series de ponderaciones utilizadas para agregar los estadísticos complementarios referentes a cada emisión son las mismas que las que se utilizan para agregar los índices de cada emisión. Sin embargo, hay una diferencia fundamental en cuanto a la imputación temporal de las series.

Las series de datos generadas por los estadísticos de cada emisión pretenden dar para un momento t una estimación del riesgo de cada emisión a partir de ese momento. Las series generadas por los estadísticos agregados pretenden dar información acerca del riesgo esperado de la cartera de emisiones en el momento t . Lo lógico entonces, al ser una medida ex-ante, es agregar los estadísticos individuales con ponderaciones referidas a capitalizaciones en el momento t . Como consecuencia de ello, un cambio en la composición de la cartera afectará al valor de los estadísticos agregados en el mismo día en que se efectúa dicho cambio.

Por ejemplo, si se incorpora una nueva emisión con base 100 en t en el índice, los estadísticos complementarios recogerán este cambio, ya que al deshacer la cartera para rehacerla instantáneamente con las nuevas referencias, deben tenerse en cuenta para estimar el riesgo esperado. En cambio, la variación de precios que sufra la nueva emisión, incorporada a la cartera en el momento t , se registrará en el índice agregado de $t+1$.

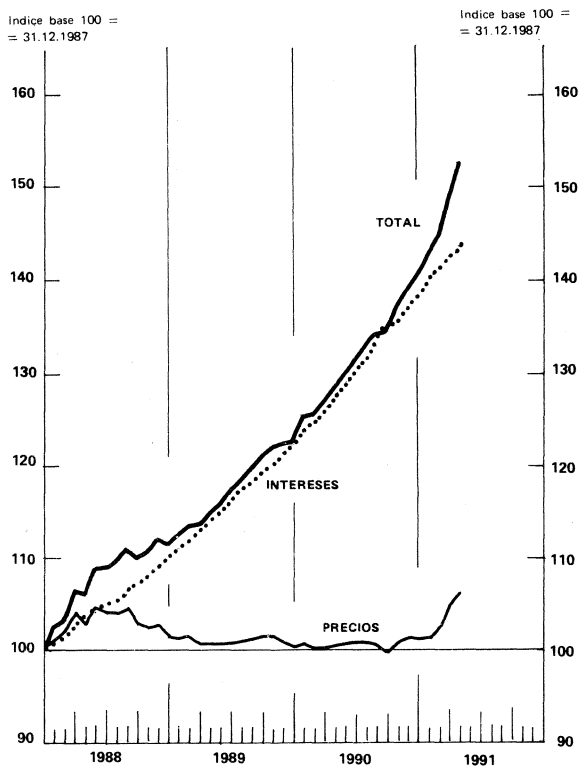
Esto, que puede parecer confuso a algunos lectores, se debe en su mayor parte a las distintas filosofías de concepción de las medidas propuestas: ex-post para los índices, ex-ante para los estadísticos complementarios. Por otra parte, se trabaja con datos medios diarios y por lo tanto en tiempo discreto, lo que impide evaluar las variaciones de rendimiento que registra el índice agregado minutos después de la incorporación de la nueva referencia en la cartera representativa. En el instante de recomposición de la cartera, los valores de mercado de la cartera con composición «antigua» y de la cartera con composición «nueva» coinciden, por lo que si se trabajara en tiempo cuasi-continuo o «real» la evolución del índice sería progresiva y suave. Sin embargo, la evolución de los estadísticos de riesgo esperado seguiría registrando cambios bruscos cuando se produjeran inclusiones o exclusiones de referencias en la cartera.

5. BREVE ANALISIS DE LA EVOLUCION DE LOS DATOS DESDE 1987 HASTA 1991

En el gráfico 1 se recogen el índice de rendimiento total y el desglose del mismo en sus componentes de precios y de intereses. En el gráfico 2 se recogen dos indicadores del riesgo de tipo de interés: la vida media y la duración. Los datos en ambos gráficos se refieren a fin de mes.

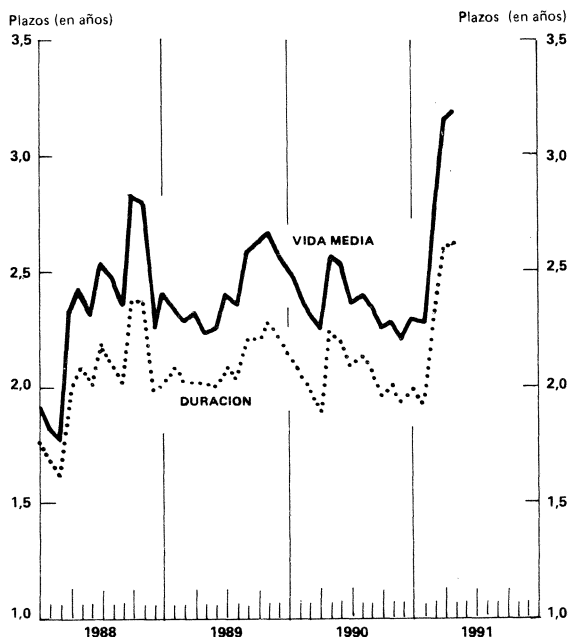
La evolución de los precios que de hecho se negocian en el mercado secundario es la que permite comparar la evolución del rendimiento total y de los intereses. La evolución de los precios a lo largo de

1. Índices de rendimiento



Fuente: Banco de España.

2. Estadísticos de riesgo esperado



Fuente: Banco de España.

1991 implica un aumento de las ganancias de capital y por lo tanto de los rendimientos derivados de los precios. Esto se refleja en una mayor pendiente en la curva del índice de rendimiento total. Como el movimiento de tipos es inverso al de precios, la curva del índice de intereses se separa en este mismo período de la curva del índice de rendimiento total. Recuérdese que el índice recoge los intereses devengados, que pasan a ser menores, y también recoge la reinversión de los cupones a tipos de mercado. En tanto que éstos también son menores, el índice de rendimiento por intereses se desacelera.

Algo similar ocurrió a lo largo del año 1988, en el que la relajación de los tipos de interés supuso un incremento de los precios y, por lo tanto, un incremento de los rendimientos por precios. Por su parte, durante los años 1989 y 1990, sobre todo a raíz de las medidas restrictivas de política monetaria de mediados de 1989, los tipos de interés mantienen un nivel de tensión elevado y estable en los mercados; los precios más bajos y más estables que ello supuso explican en gran medida la evolución paralela del índice de rendimiento total y del índice de intereses, dado que los precios estables no generan ganancias o pérdidas sustanciales de capital. Así, el rendimiento total y el de intereses están en su mayor parte determinados por los mismos factores durante estos dos años.

En cuanto a las medidas de riesgo, se parte de la constatación obvia de que la duración se mantiene consistentemente en niveles inferiores a los de la vida media, por la propia definición de dichos estadísticos. La diferencia entre ambas medidas se explica en parte por la periodicidad distinta en cada momento del tiempo de los pagos de cupones de las referencias que se incluyen en la cartera representativa. *Ceteris paribus*, una disminución en la periodicidad del pago de cupón (de pago semestral a pago anual) reduciría la diferencia entre la vida media y la duración. Sin embargo, la evolución de los rendimientos internos del mercado secundario también afecta a esta diferencia, de tal manera que un aumento de rendimientos incide en una reducción de la vida media y de la duración como consecuencia de la inversión en carteras a plazos más cortos, mientras que en la duración hay además una incidencia adicional del aumento de los tipos en la reducción de la misma, puesto que el valor actual de las ponderaciones de plazos más lejanos en el tiempo se reduce, dando mayor peso relativo a los plazos de cupones más cercanos.

Por estas razones, resulta difícil evaluar a primera vista las diferencias entre vida media y duración, que de hecho se comportan de forma bastante parecida en su evolución, aunque en niveles distintos.

Los aumentos bruscos, tanto en la vida media como en la duración se deben fundamentalmente a la inclusión en la cartera representativa de referencias con un plazo de amortización mayor a la vida media de dicha cartera en ese momento. En períodos de poca colocación de deuda en las carteras de tituladas, se observa un decrecimiento gradual de los estadísticos vida media y duración, consistente con la reducción paulatina de los plazos residuales.

Se puede observar que cuando hay expectativas de bajada de tipos de interés, como es el caso en 1991, se convierten en más atractivas las inversiones a más largo plazo. Un ejemplo claro de ello es la inclusión en la cartera de la referencia de obligaciones a 10 años a lo largo del presente año. Esta inclusión provoca un aumento sustancial, tanto de la vida media como de la duración, sin precedentes en los años anteriores. El aumento de ambos estadísticos a lo largo de 1988 puede deberse al desarrollo gradual y creciente de los mercados de deuda anotada y a la política de colocación de deuda por parte del Tesoro. Los altos tipos de interés a lo largo de 1989 y 1990 que hacían muy atractiva la inversión a plazos más cortos provocaron un relativo estancamiento de la vida media y de la duración de la cartera representativa de las emisiones a medio y largo plazo que se negociaban en el mercado secundario durante esos 2 años.

De este breve análisis se deduce que las medidas que se presentan en el trabajo son capaces de reflejar acontecimientos de importancia que han incidido en el mercado secundario de deuda, demostrando así su utilidad para las decisiones de cartera de la comunidad inversora.

6. CONCLUSIONES

En el primer epígrafe de carácter introductorio se ha anticipado ya la finalidad de estas conclusiones: ofrecer una síntesis de los puntos claves en los que este trabajo ofrece una mejora y un complemento de la información que ha estado disponible hasta el momento acerca de la evolución del mercado secundario de deuda anotada. Estos puntos son los siguientes:

- Se aborda por primera vez la elaboración de datos que reflejan el rendimiento *ex-post* de una cartera representativa de valores de deuda emitidos a medio y largo plazo y negociados en el mercado secundario. Ello supone un complemento a los datos actualmente disponibles acerca de rendimientos internos medios, que son medidas *ex-ante*, y sirve de referencia para los gestores de cartera para evaluar la rentabilidad que obtienen de carteras particulares o concretas.

- Se ofrecen varias medidas de riesgo de tipo de interés que son indispensables para la toma de decisiones de cartera, teniendo en cuenta el binomio rentabilidad-riesgo que se deriva de cualquier decisión de inversión y, en particular, de la decisión de invertir en valores de renta fija públicos emitidos a medio y largo plazo.
- La disponibilidad de la información tendrá por una parte un carácter histórico en la medida en que se ofrecen datos a fin de mes en el Boletín Estadístico del Banco de España, de periodicidad mensual.

Por otra parte, la información también se podrá obtener con periodicidad semanal con el mínimo retraso, como ayuda a la toma de decisiones de cartera que se llevan a cabo a diario.

- Se ha elegido representar los rendimientos y riesgos de una cartera representativa de las emisiones que más se negocian en el mercado secundario, suprimiendo los problemas derivados de escoger muestras de valores más amplias que distorsionan la validez de la información que se ofrece. Dichas muestras más amplias incluirían valores que apenas negocian en el mercado, con precios que no representan la evolución y las tensiones que registra el mercado secundario de deuda del Estado emitida a medio y largo plazo. Para mitigar el efecto de una cartera de carácter variable sobre la evolución de las series de índices, se utilizan ponderaciones para agregar índices y estadísticos individuales que hacen uso del concepto de *capitalización*, lo que otorga a las series una mayor estabilidad o menor erraticidad que aquellas que se podrían construir con ponderaciones basadas en los importes negociados.
- Todo ello se aborda desde una perspectiva global para dotar al conjunto de datos de la coherencia interna necesaria para ofrecer datos completos y fiables que sirvan de referencia para un amplio espectro de inversores y de agentes que operan en los mercados secundarios, con el fin de dar una mayor transparencia informativa que facilite las decisiones de cartera a la comunidad inversora.

20-V-1991.

APENDICE

A) CUADRO DE EMISIONES SELECCIONADAS PARA LA CARTERA

Emisión	Fecha base	Fecha exclusión	Motivo de exclusión (y otras observac.)
B 1061	29/02/1988	25/03/1988	Un año hasta la amortización (opción)
B 1089	29/02/1988	17/06/1988	Un año hasta la amortización (opción)
O 1091	30/03/1988	30/11/1988	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1097	31/12/1987	30/09/1988	Un año hasta la amortización (opción)
B 1098	31/12/1987	16/12/1988	Un año hasta la amortización (opción)
B 1100	30/03/1988	30/11/1988	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1102	30/03/1988	30/09/1988	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1109	31/12/1987	31/10/1988	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1111	29/02/1988	31/03/1989	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1112	29/04/1988	17/04/1990	Un año hasta la amortización
B 1113	30/06/1988	31/05/1989	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1114	30/09/1988	30/12/1988	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1115	30/12/1988	28/04/1989	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1117	31/03/1989	28/12/1991	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1119(1)	30/06/1989	29/06/1990	Incumplimiento criterios de liquidez
B 1119(2)	28/02/1991	—	(Cumple criterios de nuevo)
B 1120	31/08/1989	—	
B 1123	30/04/1990	—	
O 1124	27/03/1991	—	
B 1125	31/10/1990	—	
B 1127	31/07/1990	—	
B 1128	31/12/1990	—	
B 1129	31/01/1991	—	
B 1130	28/02/1991	—	

**B. CUADRO-RESUMEN CON DATOS AGREGADOS A FIN DE MES
INDICES Y ESTADISTICOS COMPLEMENTARIOS**

	Indices de rendimiento			Estadísticos de riesgo esperado					Rentabilidad esperada cartera
				Plazos		Variabilidad	Semielasticidades		Rendimiento interno medio
	Indice Total	Indice de precios	Indice de intereses	Vida media	Duración		Sensibilidad	Convexidad	
1987 Dic	100,000	100,000	100,000	1,912	1,751	-1,493	-1,545	0,040	13,311
1988 Ene	102,131	101,283	100,837	1,832	1,673	-1,462	-1,485	0,037	12,639
Feb	103,134	101,885	101,226	1,766	1,600	-1,436	-1,426	0,036	12,160
Mar	106,392	104,062	102,239	2,325	1,972	-1,801	-1,777	0,064	10,960
Abr	106,182	102,981	103,108	2,407	2,062	-1,855	-1,848	0,065	11,568
May	108,523	104,350	103,999	2,306	1,972	-1,822	-1,779	0,062	10,879
Jun	109,046	103,979	104,874	2,529	2,151	-1,976	-1,937	0,069	11,060
Jul	109,663	104,122	105,322	2,451	2,084	-1,910	-1,874	0,066	11,203
Ago	110,945	104,440	106,229	2,347	2,014	-1,850	-1,814	0,063	11,057
Sep	110,143	102,761	107,184	2,823	2,377	-2,132	-2,125	0,078	11,865
Oct	110,739	102,416	108,126	2,797	2,377	-2,102	-2,122	0,078	12,051
Nov	111,916	102,704	108,969	2,236	1,980	-1,766	-1,762	0,051	12,415
Dic	111,458	101,324	110,002	2,396	2,098	-1,852	-1,854	0,054	13,149
1989 Ene	112,322	101,199	110,991	2,342	2,082	-1,807	-1,837	0,053	13,325
Feb	113,369	101,325	111,886	2,264	2,004	-1,758	-1,769	0,050	13,291
Mar	113,775	100,673	113,014	2,320	2,028	-1,771	-1,784	0,051	13,703
Abr	114,717	100,681	113,941	2,227	2,000	-1,707	-1,757	0,049	13,802
May	115,850	100,614	115,142	2,246	1,997	-1,724	-1,753	0,050	13,901
Jun	117,271	100,861	116,270	2,391	2,082	-1,811	-1,830	0,056	13,746
Jul	118,491	100,940	117,388	2,358	2,037	-1,790	-1,790	0,054	13,790
Ago	119,887	101,170	118,500	2,568	2,188	-1,915	-1,925	0,062	13,706
Sep	121,014	101,362	119,388	2,608	2,221	-1,944	-1,952	0,063	13,777
Oct	122,142	101,606	120,212	2,659	2,299	-1,975	-2,020	0,066	13,825
Nov	122,614	100,918	121,499	2,573	2,212	-1,899	-1,937	0,062	14,198
Dic	122,781	100,036	122,737	2,501	2,136	-1,827	-1,862	0,058	14,694
1990 Ene	125,248	100,958	124,060	2,411	2,047	-1,792	-1,791	0,055	14,271
Feb	125,358	100,087	125,249	2,323	1,978	-1,709	-1,722	0,052	14,809
Mar	126,821	100,269	126,481	2,241	1,895	-1,658	-1,651	0,049	14,789
Abr	128,374	100,496	127,741	2,559	2,242	-1,883	-1,955	0,060	14,691
May	130,061	100,741	129,105	2,524	2,203	-1,876	-1,922	0,059	14,634
Jun	131,560	100,895	130,393	2,368	2,094	-1,812	-1,827	0,053	14,600
Jul	133,119	100,972	131,837	2,387	2,104	-1,832	-1,836	0,054	14,566
Ago	134,049	100,710	133,104	2,339	2,051	-1,790	-1,786	0,052	14,826
Sep	134,222	99,991	134,235	2,266	1,975	-1,718	-1,713	0,048	15,363
Oct	137,101	100,995	135,750	2,284	2,024	-1,756	-1,763	0,051	14,835
Nov	138,853	101,216	137,185	2,202	1,942	-1,708	-1,692	0,048	14,748
Dic	140,413	101,242	138,690	2,283	1,980	-1,761	-1,726	0,050	14,722
1991 Ene	142,140	101,359	140,234	2,227	1,923	-1,726	-1,677	0,048	14,694
Feb	144,851	102,432	141,411	2,750	2,320	-2,086	-2,035	0,070	14,026
Mar	149,275	104,927	142,265	3,140	2,575	-2,382	-2,281	0,090	12,913
Abr	152,383	106,083	143,646	3,187	2,606	-2,459	-2,318	0,094	12,443

**C. CUADRO-RESUMEN CON DATOS AGREGADOS DIARIOS DE 1991
INDICES Y ESTADISTICOS COMPLEMENTARIOS**

	Indices de rendimiento			Estadísticos de riesgo esperado					Rentabilidad esperada	
				Plazos		Variabilidad	Semielasticidades		cartera	
	Indice Total	Indice de precios	Indice de intereses	Vida media	Duración		Sensibilidad	Convexidad	Rendimiento interno medio	
1991 Ene	1	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	2	140,485	101,252	138,748	2,278	1,975	-1,758	-1,722	0,050	14,718
	3	140,576	101,258	138,830	2,275	1,973	-1,757	-1,720	0,050	14,715
	4	140,679	101,293	138,883	2,272	1,970	-1,756	-1,718	0,050	14,697
	5	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	7	140,828	101,299	139,022	2,265	1,962	-1,750	-1,710	0,050	14,697
	8	140,920	101,295	139,119	2,261	1,959	-1,748	-1,707	0,050	14,704
	9	140,928	101,286	139,138	2,258	1,956	-1,746	-1,705	0,050	14,709
	10	140,982	101,277	139,204	2,256	1,953	-1,744	-1,702	0,049	14,716
	11	141,033	101,285	139,243	2,253	1,950	-1,742	-1,700	0,049	14,713
	12	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	14	141,087	101,232	139,370	2,245	1,942	-1,735	-1,692	0,049	14,746
	15	141,181	101,235	139,459	2,242	1,939	-1,733	-1,690	0,049	14,747
	16	141,224	101,228	139,511	2,239	1,936	-1,731	-1,687	0,049	14,753
	17	141,235	101,208	139,549	2,236	1,933	-1,728	-1,684	0,049	14,765
	18	141,328	101,239	139,599	2,234	1,931	-1,728	-1,683	0,049	14,750
	19	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	21	141,522	101,300	139,706	2,226	1,923	-1,724	-1,676	0,048	14,719
	22	141,550	101,267	139,779	2,223	1,920	-1,721	-1,673	0,048	14,739
	23	141,630	101,269	139,856	2,220	1,917	-1,719	-1,671	0,048	14,741
	24	141,719	101,305	139,894	2,217	1,914	-1,718	-1,669	0,048	14,722
	25	141,770	101,311	139,935	2,215	1,912	-1,716	-1,666	0,048	14,719
	26	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	28	141,856	101,306	140,027	2,206	1,904	-1,711	-1,659	0,048	14,724
	29	141,985	101,318	140,138	2,204	1,901	-1,709	-1,657	0,047	14,723
	30	142,137	101,388	140,191	2,201	1,898	-1,709	-1,655	0,047	14,684
	31	142,140	101,359	140,234	2,227	1,923	-1,726	-1,677	0,048	14,694
Feb	1	142,202	101,378	140,269	2,225	1,920	-1,725	-1,674	0,048	14,685
	2	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	4	142,291	101,387	140,344	2,216	1,912	-1,720	-1,668	0,048	14,684
	5	142,418	101,412	140,434	2,214	1,910	-1,718	-1,666	0,048	14,673
	6	142,472	101,428	140,466	2,212	1,907	-1,717	-1,663	0,048	14,666
	7	142,554	101,453	140,513	2,209	1,905	-1,716	-1,661	0,048	14,654
	8	142,633	101,442	140,606	2,206	1,902	-1,713	-1,658	0,048	14,666
	9	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	11	143,029	101,639	140,722	2,198	1,894	-1,714	-1,654	0,047	14,558
	12	143,135	101,688	140,759	2,195	1,891	-1,713	-1,651	0,047	14,532
	13	143,184	101,694	140,799	2,192	1,889	-1,711	-1,649	0,047	14,533
	14	143,436	101,852	140,828	2,190	1,886	-1,714	-1,648	0,047	14,445
	15	143,798	102,093	140,851	2,255	1,949	-1,766	-1,705	0,050	14,292
	16	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	18	144,150	102,270	140,950	2,253	1,946	-1,770	-1,705	0,050	14,202
	19	144,250	102,277	141,038	2,249	1,943	-1,767	-1,701	0,050	14,206
	20	144,262	102,246	141,093	2,245	1,939	-1,763	-1,698	0,050	14,227
	21	144,350	102,285	141,126	2,244	1,937	-1,763	-1,696	0,050	14,209
	22	144,443	102,313	141,178	2,243	1,936	-1,763	-1,696	0,050	14,197
	23	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	25	144,634	102,376	141,277	2,235	1,928	-1,759	-1,689	0,049	14,171
	26	144,620	102,342	141,310	2,232	1,926	-1,755	-1,686	0,049	14,193
	27	144,672	102,332	141,376	2,229	1,922	-1,753	-1,683	0,049	14,204
	28	144,851	102,432	141,411	2,750	2,320	-2,086	-2,035	0,070	14,026
Mar	1	145,096	102,588	141,436	2,748	2,319	-2,090	-2,034	0,070	13,959
	2	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	4	145,535	102,842	141,513	2,755	2,323	-2,101	-2,040	0,070	13,852
	5	145,865	103,037	141,565	2,754	2,322	-2,107	-2,041	0,070	13,769
	6	145,892	103,025	141,609	2,750	2,319	-2,103	-2,038	0,070	13,779
	7	146,144	103,188	141,628	2,749	2,317	-2,108	-2,038	0,070	13,709
	8	146,534	103,440	141,661	2,748	2,317	-2,115	-2,039	0,070	13,599
	9	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	11	146,827	103,571	141,764	2,740	2,309	-2,114	-2,034	0,070	13,552
	12	146,667	103,426	141,809	2,734	2,304	-2,103	-2,027	0,070	13,623
	13	147,005	103,646	141,833	2,732	2,302	-2,109	-2,027	0,070	13,523
	14	147,073	103,683	141,849	2,730	2,299	-2,109	-2,026	0,069	13,506
	15	147,775	104,160	141,872	2,980	2,496	-2,286	-2,204	0,081	13,245
	16	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	18	148,740	104,808	141,916	2,977	2,494	-2,308	-2,208	0,081	12,982
	19	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	20	148,534	104,566	142,048	2,969	2,485	-2,291	-2,197	0,081	13,089
	21	148,301	104,370	142,091	2,963	2,480	-2,279	-2,191	0,080	13,174
	22	148,723	104,656	142,107	2,962	2,479	-2,289	-2,193	0,080	13,057
	23	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	25	149,018	104,799	142,194	2,955	2,472	-2,289	-2,188	0,080	13,005
	26	149,089	104,832	142,217	2,952	2,470	-2,289	-2,186	0,080	12,994
	27	149,275	104,927	142,265	3,140	2,575	-2,382	-2,281	0,090	12,913
	28	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	29	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	30	...	...	...	...	...	...	...	...	...

**C. CUADRO-RESUMEN CON DATOS AGREGADOS DIARIOS DE 1991
INDICES Y ESTADISTICOS COMPLEMENTARIOS (continuación)**

	Indices de rendimiento			Estadísticos de riesgo esperado					Rentabilidad esperada cartera	
	Indice Total	Indice de precios	Indice de intereses	Plazos		Variabilidad	Semielasticidades		Rendimiento interno medio	
				Vida media	Duración		Sensibilidad	Convexidad		
<i>Abr</i>	1	149,841	105,210	142,422	3,128	2,564	-2,384	-2,273	0,090	12,811
	2	149,797	105,151	142,459	3,124	2,560	-2,378	-2,268	0,089	12,837
	3	149,723	105,070	142,498	3,122	2,557	-2,374	-2,266	0,089	12,872
	4	149,790	105,102	142,519	3,120	2,556	-2,375	-2,264	0,089	12,861
	5	149,586	104,920	142,571	3,117	2,552	-2,367	-2,260	0,089	12,937
	6	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	8	149,832	104,999	142,698	3,109	2,544	-2,364	-2,254	0,089	12,914
	9	149,996	105,046	142,791	3,106	2,541	-2,362	-2,251	0,088	12,897
	10	150,208	105,170	142,824	3,104	2,540	-2,366	-2,251	0,088	12,849
	11	150,302	105,207	142,863	3,100	2,536	-2,365	-2,248	0,088	12,837
	12	150,491	105,318	142,892	3,098	2,534	-2,366	-2,247	0,088	12,795
	13	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	15	150,857	105,501	142,991	3,167	2,591	-2,422	-2,298	0,091	12,713
	16	151,397	105,861	143,014	3,168	2,592	-2,437	-2,303	0,092	12,569
	17	151,869	106,172	143,041	3,168	2,593	-2,450	-2,306	0,092	12,446
	18	151,741	106,045	143,091	3,162	2,587	-2,441	-2,300	0,092	12,495
	19	151,992	106,193	143,128	3,164	2,588	-2,449	-2,302	0,092	12,436
	20	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	22	152,024	106,114	143,265	3,154	2,579	-2,439	-2,293	0,091	12,465
	23	152,014	106,063	143,324	3,151	2,575	-2,434	-2,290	0,091	12,484
	24	152,025	106,029	143,380	3,149	2,573	-2,432	-2,287	0,091	12,497
	25	152,078	106,034	143,424	3,164	2,598	-2,443	-2,310	0,092	12,494
	26	152,107	106,020	143,470	3,160	2,595	-2,440	-2,307	0,092	12,499
	27	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	29	152,328	106,077	143,601	3,152	2,587	-2,437	-2,300	0,091	12,474
	30	152,383	106,083	143,646	3,187	2,606	-2,459	-2,318	0,094	12,443
<i>May</i>	1	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	2	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	3	152,531	106,076	143,794	3,178	2,597	-2,453	-2,310	0,093	12,443
	4	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	6	152,869	106,207	143,935	3,170	2,590	-2,453	-2,304	0,093	12,389
	7	153,136	106,362	143,977	3,169	2,589	-2,458	-2,305	0,093	12,326
	8	153,401	106,517	144,016	3,167	2,587	-2,463	-2,305	0,093	12,265
	9	153,497	106,549	144,062	3,164	2,585	-2,463	-2,302	0,093	12,251
	10	153,568	106,561	144,113	3,163	2,583	-2,463	-2,302	0,093	12,245
	11	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	13	154,073	106,812	144,248	3,155	2,576	-2,467	-2,297	0,093	12,143
	14	154,198	106,865	144,293	3,152	2,573	-2,467	-2,295	0,092	12,121
	15	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	16	154,355	106,904	144,386	3,276	2,642	-2,532	-2,357	0,099	12,079
	17	154,888	107,249	144,420	3,275	2,641	-2,544	-2,359	0,099	11,946

Mercados de pagarés de empresa. Una comparación internacional

Este artículo ha sido elaborado por Juan A. Campoy, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

Los mercados de pagarés de empresa –valores a corto plazo y emisión típicamente a descuento, conocidos internacionalmente como papel comercial– canalizan gran parte de la financiación desintermediada de las distintas economías. Estos activos financieros no conllevan garantía especial del emisor, por lo que su colocación depende, en buena medida, de la confianza del inversor en la solvencia de aquél.

Emisores e inversores en el mercado pueden obtener, respectivamente, menores costes y mayores rentabilidades que las resultantes de un mercado intermediado, debido al ahorro de los márgenes bancarios; existe alta flexibilidad en importes y plazos; y esta última se ve aumentada en el mercado secundario con la realización de compraventas con pacto de recompra («repos»).

La emisión de pagarés suele responder a necesidades de circulante, pero son asimismo susceptibles de uso como financiación a medio y largo plazo. Ello puede instrumentarse mediante la práctica de rotación de los pagarés al vencimiento y a través de contratos con entidades bancarias para la adquisición de valores no colocados entre el público (o, alternativamente, para la concesión de crédito por igual importe) en caso de condiciones desfavorables de mercado.

La rentabilidad de estos valores va pareja a la de otros activos financieros alternativos. En concreto, suele ser algo superior a la de los valores públicos de similar plazo, suponiendo esta diferencia la suma de las primas de riesgo y liquidez. La prima de riesgo nace de la mayor certidumbre de devolución que los valores públicos disfrutan respecto a los privados, en tanto que la prima de liquidez se debe al menor desarrollo, en general, de los mercados secundarios de pagarés de empresa.

La pasada década vio el nacimiento y la rápida expansión de mercados de papel comercial en distintos países, al tiempo que se intensificaba el crecimiento del más importante de ellos en volumen y grado de sofisticación: el «papel comercial» norteamericano. Estos desarrollos se enmarcan en la tendencia a la desintermediación y a la formalización creciente de los créditos en valores negociables –ya sean títulos o anotaciones contables– vigente en los mercados financieros internacionales; a esta tendencia no ha sido ajena la actitud de las propias instituciones bancarias que, adaptándose a las nuevas condiciones, actúan crecientemente como mediadores en sentido

1. Mercado de pagarés de empresa. Intermediación por el sistema bancario y SMMD

Evolución semestral

mm

	1987		1988		1989		1990	
	I SE	II SE	I SE	II SE	I SE	II SE	I SE	II SE
1. Cartera de las entidades a fin de semestre	157,2	171,2	213,5	215,2	184,0	241,9	194,0	158,1
2. Variación de cartera de las entidades (2.1-2.2-2.3-2.4)	N.D.	14,0	42,3	1,7	-31,2	57,9	-47,9	-35,9
2.1. Compras	653,4	699,6	2.002,2	3.332,6	7.202,0	3.177,9	2.976,3	2.382,6
2.1.1. A emisores	491,1	490,0	1.729,7	3.102,5	6.748,2	2.394,5	2.379,2	2.048,0
2.1.2. A público	94,5	96,5	109,8	78,5	151,5	380,4	221,0	46,0
2.1.3. A otros intermediarios	67,8	113,1	162,7	151,6	302,3	403,0	376,1	288,6
2.2. Ventas	609,6	530,1	1.837,6	3.176,5	7.032,5	2.420,9	2.660,8	2.140,7
2.2.1. A público	549,2	474,6	1.677,4	3.079,3	6.780,4	2.093,9	2.324,6	1.840,6
2.2.2. A otros intermediarios	60,4	55,5	160,2	97,2	252,1	327,0	336,2	300,1
2.3. Amortización	74	150,8	122,5	154,1	198,2	683,0	306,6	224,6
2.4. Ajuste de reclasificación (a)	N.D.	-4,7	0,2	-0,3	-2,5	-16,1	-56,8	-53,2
3. Emisión neta intermediada (2.1.1 + 4 - 5)	54,5	-416,8	102,5	146,2	121,7	69,6	953,4	694,4
4. Mediación en colocaciones	585,9	614,6	631,0	621,9	766,9	832,3	1.261,2	619,3
5. Amortizaciones totales	1.022,5	1.521,6	2.258,0	3.577,9	7.393,3	3.157,4	2.687,0	1.972,9

Fuente: Banco de España.

(a) Esta partida incluye diferencias debidas a la sucesiva depuración estadística del concepto pagarés de empresa. Principalmente se trata de pagarés emitidos por intermediarios financieros que estaban erróneamente contabilizados como pagarés de empresa.

estricto entre oferentes y demandantes, colocando, asesorando o garantizando. Este mismo proceso está en la base del auge de los mercados de transferencias de activo y otros instrumentos similares, a través de los cuales las entidades bancarias ceden a sus clientes créditos integrantes de su balance junto a los riesgos inherentes a los mismos, por lo que los fondos obtenidos quedan libres del cumplimiento de coeficientes de liquidez y solvencia.

Este trabajo pretende realizar una comparación entre distintos mercados nacionales desintermediados que facilite la identificación de los factores determinantes de la reciente evolución del mercado español de pagarés de empresa. En los cuatro apartados siguientes se analizan las principales características de los mercados de papel comercial en Estados Unidos, Reino Unido, Francia y España. Este análisis se enfoca hacia la obtención de conclusiones sobre cuál puede ser la evolución futura del mercado español de pagarés de empresa, que se presentan en el último epígrafe.

2. EL MERCADO NORTEAMERICANO DE PAPEL COMERCIAL

2.1. Evolución del mercado

El «commercial paper» nació en los Estados Unidos, a principios del siglo XIX, para facilitar el

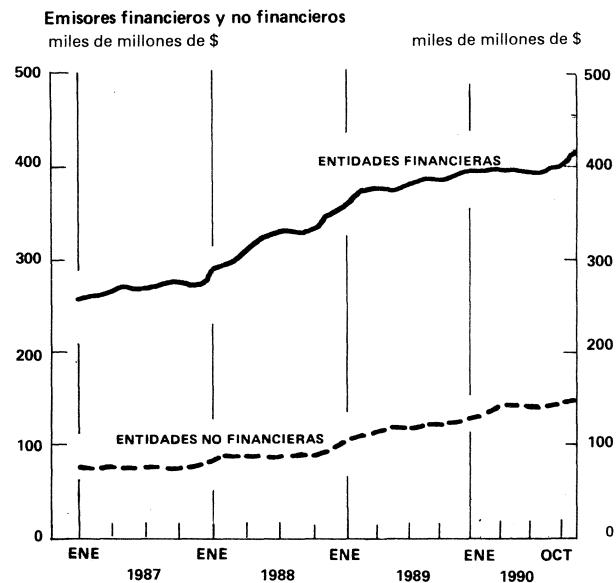
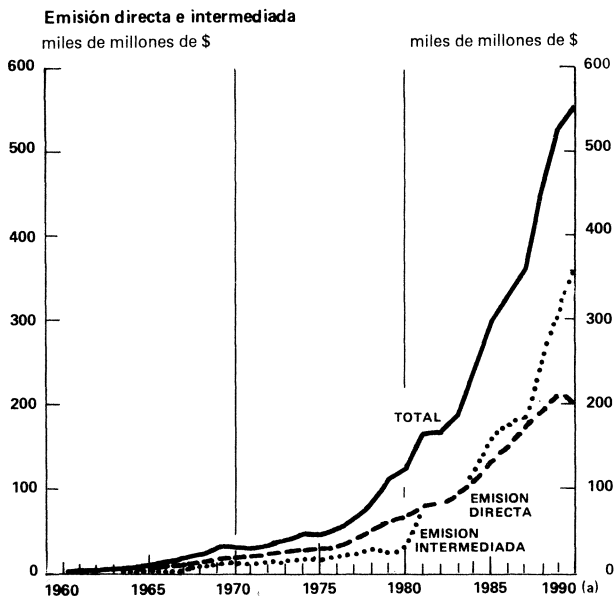
trasvase de fondos entre distintos Estados de USA ante la vigencia de limitaciones legales a los préstamos bancarios interestatales.

Desde entonces, el mercado ha experimentado un crecimiento casi exponencial, habiendo desplazado desde la década de los 60 al crédito bancario como fuente principal de financiación a corto plazo de las empresas no financieras. Ello se ha debido, en buena medida, a la escasez de fondos prestables por parte de las instituciones bancarias, como consecuencia de la existencia, durante muchos años, de unos límites máximos relativamente bajos para los tipos de interés de los certificados de depósito.

A partir de 1966 aumentó considerablemente la cifra de emisiones de empresas no financieras, en respuesta a las condiciones legales restrictivas al crédito bancario (gráfico 1). Este auge se vio reforzado, a mediados de la década siguiente, por una demanda de colocaciones financieras cada vez más inclinada hacia los plazos cortos, a causa de la incertidumbre que el recrudecimiento de la inflación y la variabilidad de los tipos de interés y de cambio provocaron entre los agentes financieros.

Los episodios más críticos en la evolución de este mercado fueron: el período que transcurre entre la crisis de 1929 y la segunda posguerra mundial y los dos «avisos» que supusieron la quiebra del Penn

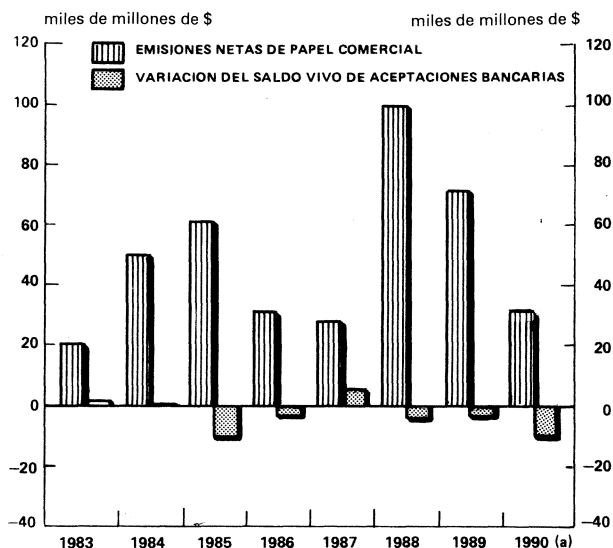
1. Mercado de papel comercial norteamericano. Saldos vivos



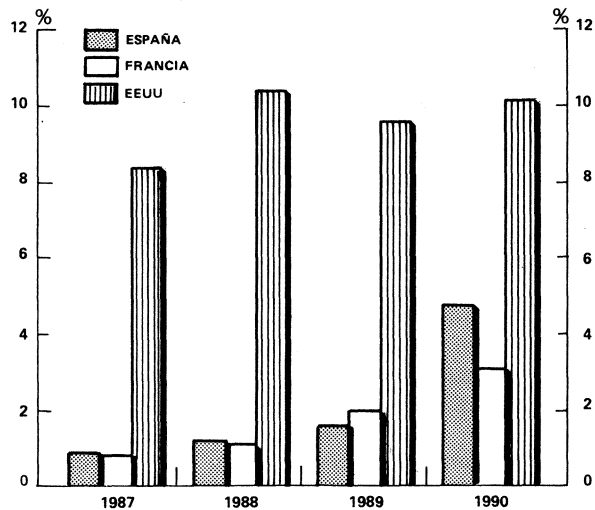
Fuente: Banco de España.
(a) Saldo a noviembre.

2. Mercado de papel comercial norteamericano. Comparación con otros mercados

Mercado norteamericano. Papel comercial y aceptaciones bancarias



Mercado de papel comercial en EEUU, Francia y España. Saldos vivos (b) (c)



Fuente: Banco de España.

(a) Dato a noviembre.

(b) Porcentaje respecto al PIB.

(c) Para 1990, los datos de Francia y EEUU calculados con información hasta septiembre.

Central en 1970 y los problemas financieros del Franklin National Bank en 1973. Estos últimos hechos tuvieron como consecuencia, aunque atenuada con el transcurso del tiempo, un aumento en la calidad exigida al papel por los inversores y la consiguiente ampliación de la diferencia entre las rentabilidades exigidas a emisiones de mayor y menor calidad.

El papel comercial no sólo es el segundo instrumento más negociado del mercado monetario norteamericano —sólo por detrás de los «Treasury Bills»—, con unas emisiones netas en los tres primeros trimestres de 1990 de 30.538 millones de dólares, sino que representa, tanto en términos absolutos como relativos, un mercado mucho mayor que los de instrumentos de este tipo en otros países (gráfico 2).

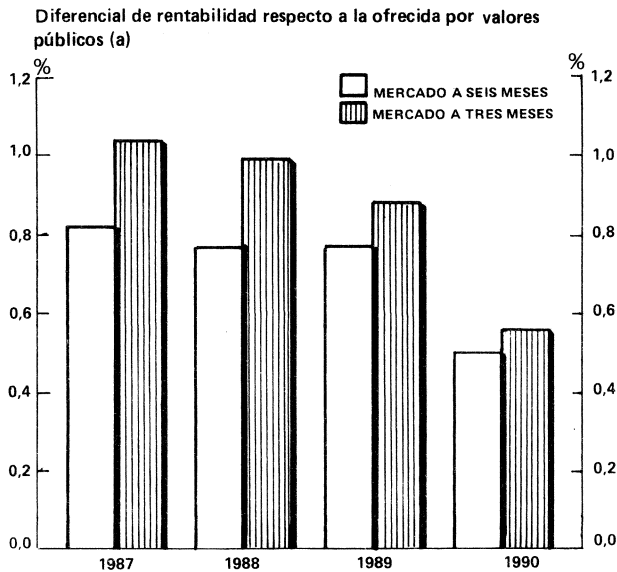
2.2. Configuración del mercado

El «commercial paper» es el referente principal de los valores privados a corto plazo emitidos en los distintos países por canales desintermediados. Hoy día se configura como el instrumento monetario de mayor rentabilidad del mercado norteamericano. A pesar de su emisión al portador, con la elevada negociabilidad que ello supone, y de la existencia habitual de distintas garantías para el tomador, como la calificación por sociedades independientes o el respaldo bancario de los títulos, los rendimientos del papel comercial incluyen primas de liquidez y riesgo respecto a los activos públicos de plazo similar. Asimismo, existe una prima adicional, de carácter fiscal, derivada de la exención de tributación estatal o local de los intereses devengados por los bonos del Tesoro (gráfico 3).

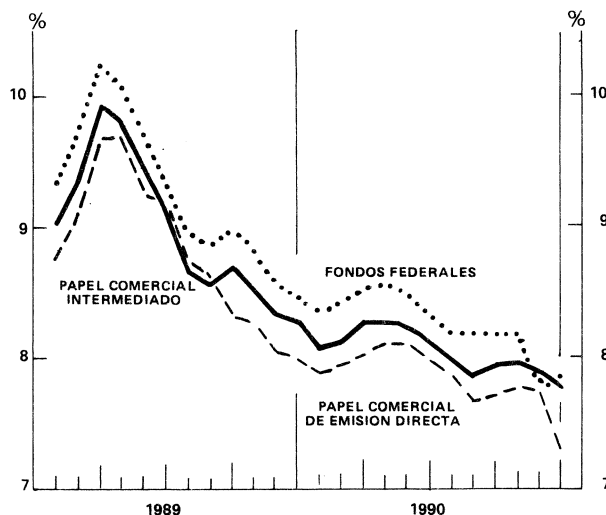
El papel comercial norteamericano se considera legalmente incluido dentro de la categoría de valor mobiliario y, consiguientemente, su emisión ha de ser registrada en la Securities and Exchange Commission (SEC). Las comisiones que el emisor de valores mobiliarios debe pagar se calculan sobre el importe emitido, con independencia del saldo vivo en cada momento, por lo que la práctica habitual de emisión sucesiva de títulos, coincidiendo con las amortizaciones de los emitidos con anterioridad, conllevará un desembolso excesivo. No obstante, existe la posibilidad de acogerse a alguna de las exenciones legalmente contempladas: a) colocaciones de forma privada en compañías de seguros o entre inversores institucionales; b) emisiones de entidades no sujetas a tributación, o relacionadas con la actividad intermediadora; c) aplicación de los fondos a financiación de circulante e importes y plazos superiores a 100.000 dólares y 270 días respectivamente. Esta última exención conforma los rasgos básicos del mercado americano de pagarés: grandes volúmenes de emisión y reducido plazo de los vencimientos —entre 30 y 60 días—. No es infrecuente, incluso, la emisión a plazos inferiores, con objeto de eludir la competencia de los certificados de depósito con plazo legal mínimo de un mes.

Los emisores principales de papel comercial, con cerca del 75 % del saldo vivo, son sociedades financieras, las más importantes de las cuales emiten normalmente de forma directa (gráfico 1). Dentro de ellas se incluyen las compañías matrices de holdings bancarios, sociedades de financiación de ámbito general o de ventas a plazo y empresas de leasing, de factoring, de seguros, etc. Destacan, asimismo, las emisiones de grandes empresas industriales nacionales y de compañías extranjeras. Estas últimas, que deben ofrecer, normalmente, tipos de emisión algo

3. Mercado de papel comercial norteamericano. Tipos de interés



Tasas de rentabilidad a tres meses. Papel comercial y fondos federales (b)



Fuente: Banco de España.

- (a) Diferencia, en tipos anuales de descuento, con respecto a los tipos vigentes en el mercado secundario de títulos públicos al mismo plazo.
 (b) Tipos de descuento, excepto para los fondos federales, en que se toma el tipo de interés por vencido.

superiores a los de sus homólogas americanas, suelen ser grandes sociedades de Europa y Japón. Otros emisores, de menor relevancia, son empresas industriales de tamaño medio, empresas de servicios públicos e instituciones municipales.

Entre los inversores, destacan los fondos de inversión en activos del mercado monetario, que poseen alrededor de la tercera parte del papel existente. La importancia creciente de estas instituciones ha sido uno de los factores determinantes del fortísimo incremento del importe medio negociado por operación en los cinco primeros años de la década de los ochenta —de 1 a 10 millones de dólares—. Otros inversores importantes son compañías de seguros, gestores de cartera, departamentos fiduciarios de los bancos y empresas no financieras.

Existen dos tipos de instituciones que desempeñan un importante y característico papel en este mercado: las sociedades de «rating» y los «dealers».

Las primeras —actuando normalmente a petición del emisor— valoran el papel según la mayor o menor certidumbre de devolución al vencimiento. Cinco empresas de «rating» califican todas las emisiones. Las dos principales califican la gran mayoría del papel emitido, estableciéndose para ello tres categorías, dentro de las que se incluyen todos los títulos que obtengan calificación. Sólo un 1 % de las entidades emisoras sujetas a «rating» suelen quedar fuera de las dos primeras categorías, y estar clasificado en la segunda categoría da lugar a un diferencial medio de rendimiento exigido al papel de aproximadamente 0,40 puntos con respecto a los emisores de mínimo riesgo. Esta diferencia es, en cualquier caso, variable, estando positivamente relacionada con los niveles y la variabilidad de los tipos de interés de la economía.

La emisión del papel puede ser directa o intermediada, según que la distribución entre los agentes inversores sea realizada por el propio emisor o por instituciones especializadas. Los «dealers» llevan a cabo la intermediación del papel comercial, de la que se tratará más adelante en extensión.

Las empresas emisoras, utilicen o no los servicios de un «dealer», pueden acudir a un banco para garantizar los títulos, disponiendo para ello, básicamente, de dos alternativas:

- a) El uso de cartas de crédito emitidas por un banco con buen «rating», el cual, en caso de impago queda obligado frente al tenedor del título y, una vez pagado a éste, se convierte en acreedor del emisor por el importe desembolsado.
- b) El uso de líneas de crédito que garanticen, hasta cierto porcentaje, el pago al vencimiento. Se trata de «compromisos irrevocables de préstamo», esto es, protegen directamente al deudor,

el cual, una vez obtenidos los fondos, los aplicará a la amortización de los títulos.

Ambos tipos de garantía mejoran la calificación otorgada por las empresas de «rating». No obstante, el hecho de ser el mismo emisor el destinatario del «compromiso irrevocable de préstamo» hace que la efectividad de éste para el inversor pueda quedar mermada en un hipotético supuesto de quiebra, por lo que la calificación obtenida, en el supuesto de acogerse a esta forma de garantía, podría ser menor.

Para las instituciones bancarias, la concesión de garantías a las emisiones aumenta la rentabilidad de sus recursos propios. En efecto, estas operaciones fuera de balance no conllevan constitución obligatoria de reservas, excepto en el caso de que el papel sea emitido por una empresa filial, por lo que los ingresos obtenidos de su prestación influyen positivamente en aquel ratio.

La emisión directa supone, para el emisor, unos cuantiosos gastos de estructura y de mantenimiento de la red de distribución, con independencia de las colocaciones efectuadas. Por ello, su utilización se limita principalmente a grandes empresas, con necesidades de fondos importantes y continuas, y está menos directamente ligada que la emisión intermediada a las condiciones de disponibilidad o coste del crédito bancario. En consecuencia, sus tipos de interés guardan una relación menos estrecha con los vigentes en el mercado interbancario de fondos federales (gráfico 3).

Colocando directamente, los emisores consiguen mayores grados de flexibilidad en cuanto a tipos y plazos, pero quedan más sujetos a la posibilidad de desajustes entre los volúmenes requeridos y los proporcionados por el mercado.

El número de emisores directos es bastante reducido (unos 120), representando sólo algo más del 6 % del total de emisores, aunque su participación en el volumen global de emisiones es mucho más elevado (actualmente en torno al 40 %). Algunos de ellos tienen informatizada en anotaciones contables parte de su deuda en papel comercial, consiguiendo disminuciones en los costes de transacción y facilitando ventajas al tenedor del papel, al evitar robos, extravíos o falsificaciones. Alrededor del 10 % de los títulos colocados directamente lo han sido mediante acuerdos «masternote», por los que se autoriza a inversores concretos a adquirir papel hasta un montante diario determinado.

La emisión intermediada representa actualmente más del 50 % del papel en circulación (gráfico 1) y se

comercializa según el siguiente esquema, considerando todos los agentes intervinientes: inicialmente, un banco —«banco de emisión y pago»—, actuando por cuenta del emisor, pone en circulación los títulos, y los entrega al «dealer» o, en su caso, a un «banco de compensación» de éste —a través del que actúa—; éste los cede al inversor, o a un agente del mismo, a cambio de los fondos correspondientes, que posteriormente abonará en cuenta abierta por el emisor en su banco. Por lo general, como «dealer» actúa uno de los cuatro mayores bancos de inversión, aunque también los bancos comerciales han intermediado en papel comercial a raíz de la opinión de la Reserva Federal (1979) de no considerar estos títulos incluidos dentro de la prohibición de garantizar y negociar a que se refiere la «Glass-Steagall Act». Si, llegado el vencimiento, el emisor carece de fondos con que hacer frente a su promesa de pago, es usual que el «dealer» le conceda crédito por tal importe, del que se resarcirá mediante nuevas emisiones, o por ingresos y préstamos de distinto tipo que pueda obtener aquél.

Aparte de la labor de mediación, por la que la comisión cobrada ronda los 0,10 puntos, el «dealer» puede ejercer una función consultiva, aconsejando sobre el momento, el tipo o el plazo a los que es oportuno emitir, tomando en consideración las necesidades financieras del cliente y la situación del mercado. También puede encargarse de diversificar al máximo el espectro de tomadores de papel, contactando con los analistas de crédito de los distintos inversores institucionales. Asimismo, puede asegurar la existencia de contrapartida a los títulos, bien en el mercado primario, si no se encuentra inversor al precio ofrecido, o en el secundario, si el tenedor del título quiere liquidarlo antes de llegar al vencimiento. Con objeto de proporcionar una guía o referencia, tanto para emisores como para inversores, los «dealers» han de informar diariamente a la Reserva Federal de los tipos medios de sus operaciones.

La toma de posición en papel comercial por parte de los «dealers» es poco habitual y responde, principalmente, a su voluntad de sostenimiento de los precios; por ejemplo, ante una necesidad fuerte e inesperada de fondos por los emisores, o al ser éstos nuevos en el mercado y carecer de demanda suficiente para sus títulos. La adquisición de papel para su propia cartera queda sujeta a requisitos especiales de capital, a menos que los títulos sean calificados por dos o más empresas de «rating».

Paralelamente al mercado de papel comercial existe un mercado de cesiones de aceptaciones bancarias. Estas aceptaciones suponen un compromiso de pago futuro con el librador de la letra, quien, en

una relación comercial previa, actuó como vendedor con un cliente del banco. De esta forma, la garantía de pago proporcionada por el comprador-deudor queda sustituida por la más fiable de la entidad bancaria, constituyendo, de hecho, las aceptaciones una forma de financiación sustitutiva respecto a la emisión de papel comercial con compromiso bancario irrevocable. El banco, por su parte, adquiere responsabilidad contractual respecto a la realidad y legalidad de la transacción comercial subyacente, por lo que habrá de examinar los documentos representativos de la misma, los cuales le sirven de garantía, al permitirle la disponibilidad de los bienes negociados, en tanto el comprador no le resarza de los correspondientes importes, incluidos gastos de comisión.

Normalmente, la aceptación bancaria, en poder del librador-vendedor, es descontada, bien a un inversor institucional, bien al propio banco aceptante. En este último caso, el posterior redescuento bancario está sujeto al cumplimiento del coeficiente de reservas, a menos que las aceptaciones financien operaciones de importación y exportación, o de transporte y almacenaje de bienes, o que su vencimiento sea inferior a seis meses. Ello explica la baja proporción de aceptaciones que los bancos aceptantes mantienen en cartera.

Aunque el mercado de aceptaciones disfruta de una elevada liquidez, debido a la práctica de negociación por lotes de igual importe y plazo, así como a la actuación de intermediarios que cotizan las aceptaciones de los principales bancos americanos, su ritmo de crecimiento ha acusado la creciente financiación de las empresas mediante papel comercial, así como el aumento del coeficiente legal de garantía, que ha supuesto la disminución en los balances bancarios de partidas sujetas al mismo y que, como las aceptaciones, no incorporan márgenes elevados (gráfico 2).

3. EL MERCADO INGLES DE PAPEL COMERCIAL

El mercado de papel comercial en el Reino Unido tuvo su inicio a mediados de 1986, experimentando desde entonces un aumento considerable.

Las emisiones brutas de estos valores, que deben ser necesariamente autorizadas por el Banco de Inglaterra, ascendieron durante 1989 a 46.086 millones de libras esterlinas, el 9,1 % del PIB británico, frente a una cifra de 5.401 millones, 1,2 % del PIB, en el primer año de funcionamiento del mercado.

Los citados importes, aunque rápidamente crecientes, suponen todavía una dimensión relativa-

mente pequeña en comparación con otros mercados financieros. De hecho, las emisiones netas de papel comercial denominado en esterlinas representan un nivel mínimo —cerca del uno por ciento— dentro del mercado británico de renta fija. Ello es consecuencia, por el lado de la oferta, de los altos beneficios obtenidos por las principales empresas británicas en el período, que han hecho en muchos casos innecesarias financiaciones adicionales, así como por la posibilidad de que disponen las mismas de financiarse a los tipos más bajos (alrededor de 0,10 puntos) que las emisiones de calidad disfrutaban en el mercado de papel comercial americano. Por el lado de la demanda, influye en este mismo sentido la alta liquidez del mercado sustitutivo de aceptaciones, conferida por su uso en las operaciones diarias de mercado abierto del Banco de Inglaterra. El aumento del saldo de aceptaciones bancarias durante 1989 ascendió a 1.879 millones de libras esterlinas (el 3,7 por mil del PIB británico), en tanto que las emisiones netas de papel comercial fueron tan sólo de 124 millones de libras en dicho año (el 0,2 por mil del PIB).

No obstante, las expectativas de desarrollo futuro del mercado son optimistas, debido a la ampliación del espectro de emisores e inversores que se refleja en el rápido aumento de los programas autorizados y al volumen de emisiones autorizadas pendientes.

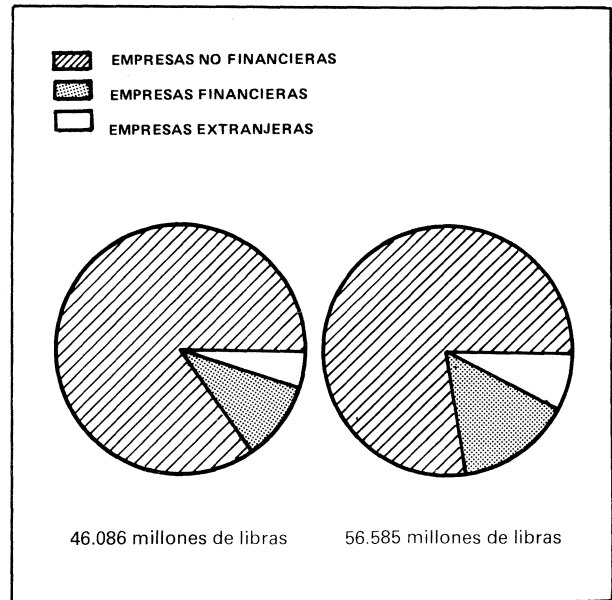
Los emisores han de ser, por ley, empresas admitidas a cotización oficial y con patrimonio neto superior a 25 millones de libras, o empresas subsidiarias de otra que reúna estas mismas características y que garantice la emisión. Las sociedades de carácter no financiero son los principales prestatarios del mercado, con un 78 % de las emisiones brutas en 1990 (gráfico 4).

Respecto a los demandantes de este activo, la escasa información disponible apunta la preponderancia de empresas comerciales e industriales, en tanto que la colocación en entidades financieras es aproximadamente la cuarta parte del saldo vivo. Los fondos de inversión en activos del mercado monetario tienen un límite legal de adquisición de éstos y otros títulos sin cotización oficial del 5 %.

La actividad de «rating», muy concentrada en sólo dos sociedades —«Moody's» y «Standard & Poor's»—, está poco desarrollada, debido a una demanda de fondos empresariales insuficiente para compensar los mayores costes incurridos, así como por la existencia, en las grandes compañías inversoras, de equipos propios de analistas.

El proceso de intermediación fue restringido inicialmente por el Banco de Inglaterra a bancos pri-

4. Mercado británico de papel comercial. Emisiones brutas



Fuente: Banco de España.

vados y otras entidades de depósito autorizadas y sujetas al cumplimiento de coeficientes de capital y liquidez (1). A estas entidades compete legalmente la garantía del papel emitido, en caso de que no lo hiciera la empresa emisora o su matriz.

Los intermediarios, aparte de la colocación de los títulos, normalmente formando parte de ofertas integradas de préstamos y servicios financieros, también desempeñan una labor de asesoramiento sobre la cuantía y el momento oportuno de la emisión. La toma de papel para su propia cartera es esporádica y obedece principalmente a su función de ajuste entre los plazos de emisión y los demandados por los inversores, aunque también puede tener por objeto aumentar la liquidez del mercado.

Por último, en cuanto a plazos y tipos de interés, los primeros, a pesar del límite legal de cinco años, varían alrededor de 30 días, en tanto que los segundos evolucionan de forma paralela a los del interbancario de depósitos (normalmente oscilan entre el precio de demanda del interbancario —LIBID— como suelo, y el de oferta —LIBOR— elevado en 0,125 puntos, como techo).

(1) Otras entidades que quisieran intermediar en estos títulos habrían de llegar a un acuerdo con el Banco de Inglaterra, en el que se procuraba compensar las distintas regulaciones financieras operantes, de forma que la competencia tuviera lugar en condiciones de igualdad.

4. EL MERCADO FRANCÉS DE PAPEL COMERCIAL

El mercado francés de papel comercial – «billets de tresorerie»– surgió en diciembre de 1985. El saldo vivo de estos títulos experimentó un fortísimo incremento durante 1989 y 1990 –desde 60'5 miles de millones de francos en diciembre de 1988, el 1,1 % del PIB francés, a 200,9 miles de millones en septiembre de 1990 (gráfico 5), el 3,1 % del PIB–, como consecuencia de los cambios legales que, introducidos a mediados de 1987, facilitaron la actuación de los distintos agentes. Por una parte, se redujo el importe mínimo exigido a los nominales de los títulos desde 5 millones de francos a 1 millón y, por otra, se suprimió la obligatoriedad de contratar una línea bancaria de financiación subsidiaria para situaciones desfavorables de mercado al vencimiento. Asimismo, ha contribuido al desarrollo del mercado francés de pagarés la exención de sus rendimientos de retención a cuenta del impuesto sobre la renta.

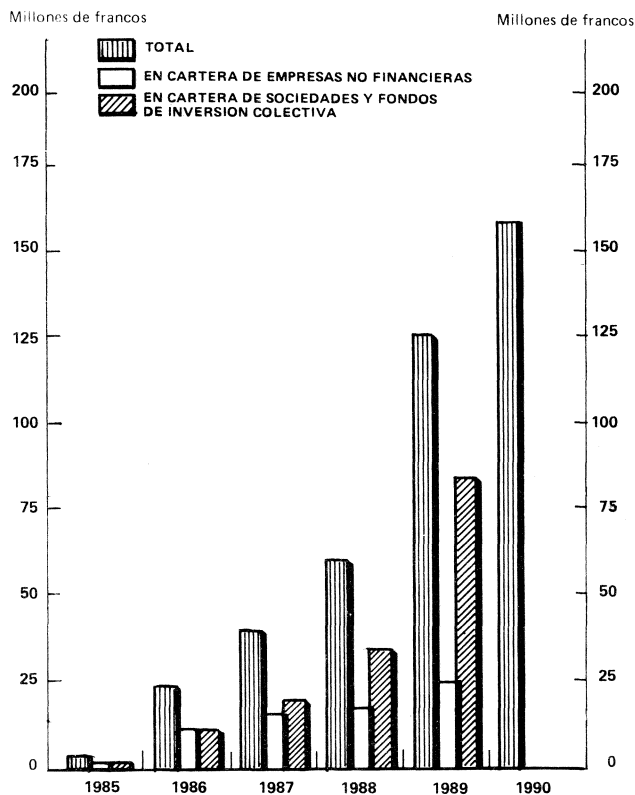
El Banco de Francia tiene entre sus competencias la regulación y el control de este mercado y centraliza toda la información disponible. Para la recogida de la misma existe un amplio abanico de normas de cumplimiento forzoso por los distintos agentes, entre los que se incluye la obligación de los emisores de informar, dado el caso, sobre la calificación otorgada a sus títulos por alguna de las empresas de «rating» existentes. Los pagarés franceses están incluidos en el agregado amplio de liquidez M4, que es objeto de seguimiento por el Banco de Francia.

La oferta, la demanda y la intermediación en este mercado están altamente concentradas. Una veintena de emisores, de un total aproximado de cien, reúne el 70 % del saldo vivo existente. Los sectores económicos que se financian en este mercado son, principalmente, automóvil, aeronáutica, transporte, petróleo y alimentación.

La demanda de estos valores procede de agentes institucionales: empresas no financieras y Sociedades y Fondos de inversión colectiva. Estos últimos han cobrado un protagonismo principal como consecuencia de la supresión de su privilegio de acceso al mercado de dinero de que disponían con anterioridad a 1986 (gráfico 5).

La actividad intermediadora (no existe prácticamente emisión directa de títulos) está fuertemente centrada en las entidades de crédito. A título de ejemplo, el pago domiciliado al vencimiento es, en sus tres cuartas partes, realizado a través de tan sólo cinco entidades crediticias. El papel de los intermediarios en el mercado de dinero suele circunscribirse a la compra de papel a los bancos privados a fin de mes para que éstos puedan cumplir sus ratios de garantía.

5. Mercado francés de papel comercial. Saldo vivo (a)



Fuente: Banco de España.

(a) En 1990 no se dispone de los datos correspondientes a la inversión en este activo por los distintos agentes.

La inmensa mayoría del papel es emitido a plazo inferior al trimestre, aunque el máximo legal está fijado en dos años. Este corto plazo de maduración de los títulos posibilitó en el inicio del mercado eludir la competencia de los certificados de depósito y de las letras del Tesoro, con plazo legal mínimo de tres meses. Las tasas de remuneración ofrecidas evolucionan de forma cercana a los tipos de interés del mercado interbancario –tanto más próximas cuanto menor sea el plazo del pagaré–. Sin embargo, los mejores emisores, entre ellos la Compañía Nacional de Ferrocarriles, han logrado financiarse a tipos hasta 0,125 puntos por debajo de los del mercado interbancario.

5. EL MERCADO ESPAÑOL DE PAPEL COMERCIAL

5.1. Evolución del mercado

El mercado español de pagarés de empresa surgió a finales de 1982, siguiendo la pauta marcada por el

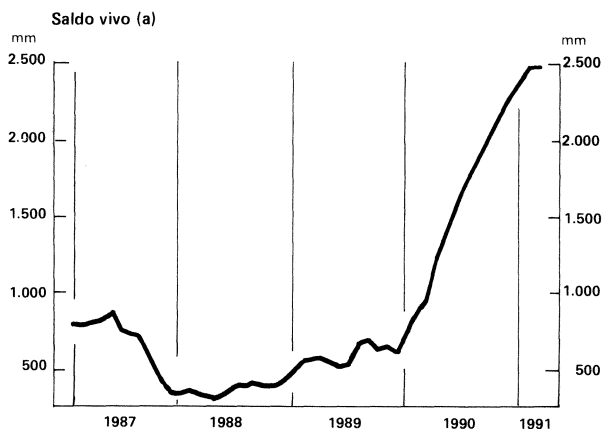
desarrollo previo del mercado de pagarés del Tesoro. Entre las causas que han contribuido a su crecimiento posterior (gráfico 6) se cuentan algunas generales a todos los sistemas financieros, como son la acusada preferencia de los agentes por las colocaciones a corto plazo y su mayor sensibilidad a las oscilaciones en las rentabilidades de los distintos activos de la economía, y otras, más específicas de nuestro país, como el mayor coste comparativo para las instituciones bancarias de la creación de depósitos, que deriva de los elevados niveles de los coeficientes obligatorios de caja, de inversión en deuda del tesoro y de recursos propios.

Los cambios legales e institucionales han afectado, en ocasiones fuertemente, a la evolución del mercado. Un primer episodio depresivo de este mercado coincidió con el cambio en la regulación impositiva de los activos financieros de 1985, por el que se estableció la obligación de realizar, en cada transacción, certificados de retenciones sobre los rendimientos de los valores emitidos al descuento, eliminando así el diferente trato de estos instrumentos respecto a aquellos con pago explícito de intereses, y se crearon mecanismos de información fiscal de las cantidades invertidas en pagarés (no así en el caso de los activos financieros sujetos a retención del 55 %, y de los pagarés del Tesoro). En el año 1987, el mercado de pagarés acusó el elevado grado de restricción impuesto por la política monetaria y, fundamentalmente, la aparición, en el verano, de la letra del Tesoro, con altos tipos de remuneración y la garantía derivada del carácter del emisor.

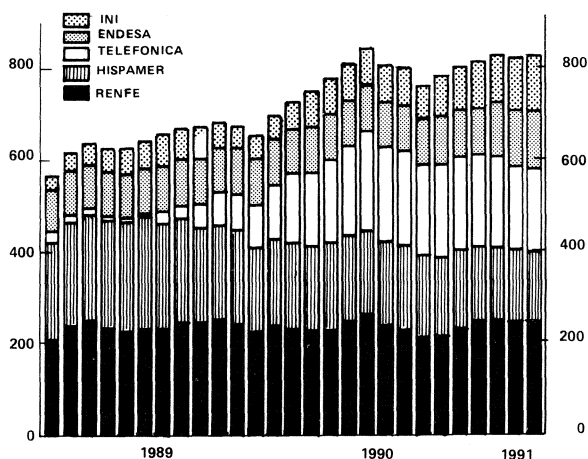
Durante 1990, este mercado experimentó un notable crecimiento (gráfico 6). Se estima para dicho período unas emisiones netas de pagarés por valor de 1694 mm. La búsqueda por las empresas de canales de financiación alternativos, como resultado de las restricciones administrativas al crédito bancario al sector privado, así como, en segundo término, el amplio diferencial existente, especialmente en la primera mitad del año, entre los tipos del crédito bancario y la remuneración de los fondos invertidos en valores de deuda o depósitos, crearon las condiciones adecuadas para este desarrollo.

En 1991 se está produciendo el retorno progresivo a unos niveles menos acusados de desintermediación, como resultado de la eliminación de las restricciones administrativas al crédito y del estrechamiento del diferencial de tipos, que se ha producido como consecuencia de la creciente competencia por la captación del pasivo bancario. Asimismo, actúa en esta dirección la disminución de la ventaja comparativa de la intermediación bancaria con pagarés, en relación a las actividades de captación de depósitos

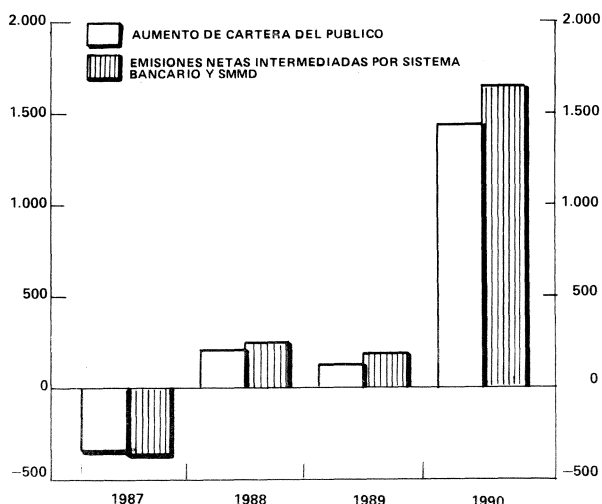
6. Mercado español de pagarés de empresa



Saldo puesto en circulación por los principales emisores



Cartera de pagarés del público



Fuente: Banco de España.

(a) Estimación.

y concesión de créditos, que supone la reducción del coeficiente de caja hasta el 5 % y la supresión gradual del coeficiente de inversión obligatoria en pagarés del Tesoro.

Con todo, durante el período de la restricción crediticia se ha creado una base amplia de emisores y demandantes de pagarés de empresas, y se han mejorado los mecanismos de emisión, colocación y liquidación. Estos avances, junto con las características propias de este instrumento —flexibilidad en importes y plazos y ventajas de coste y rentabilidad con respecto a las operaciones de préstamo-depósito—, justifican que este mercado mantenga en el futuro una gran importancia en la financiación de las grandes empresas y en la colocación del ahorro a corto plazo.

5.2. Configuración del mercado

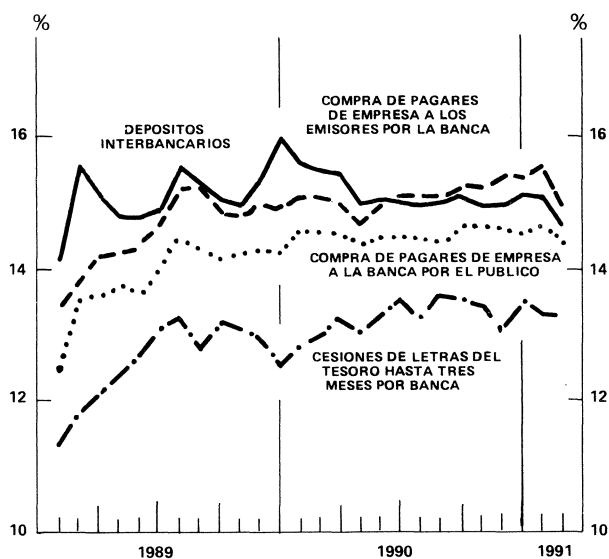
El mercado de pagarés de empresa ocupa, en nuestro país, un segmento muy relevante dentro del conjunto de instrumentos financieros. Desde el punto de vista de los demandantes, compite, directamente, con los títulos públicos a corto plazo —ya sean en operaciones en firme o con pacto de recompra— y, para determinados segmentos de ahorradores, con los depósitos y otros instrumentos líquidos bancarios de alta remuneración. Desde el punto de vista de las empresas emisoras, la alternativa principal es la financiación bancaria. En consecuencia, los tipos de interés de los pagarés de empresa oscilan en torno a las rentabilidades y costes de estos instrumentos alternativos. El gráfico 7 ilustra la relación de los tipos de interés de los pagarés de empresa a tres meses con las letras del Tesoro y los depósitos interbancarios a plazo equivalente. Puede observarse cómo los pagarés de empresa registran un diferencial positivo de rentabilidad con respecto a las letras del Tesoro. Este diferencial recoge una prima de riesgo de insolvencia, así como un componente de liquidez y otro de naturaleza fiscal, debido a la ausencia de retención sobre los rendimientos de las letras. El tipo interbancario, que en el gráfico aproxima el coste de financiación de las empresas, supone un límite superior para los tipos de interés de los pagarés de empresa, que sólo han superado en circunstancias muy excepcionales (1).

Antes de la aprobación de la ley del Mercado de Valores, se exigía la inscripción de las emisiones de

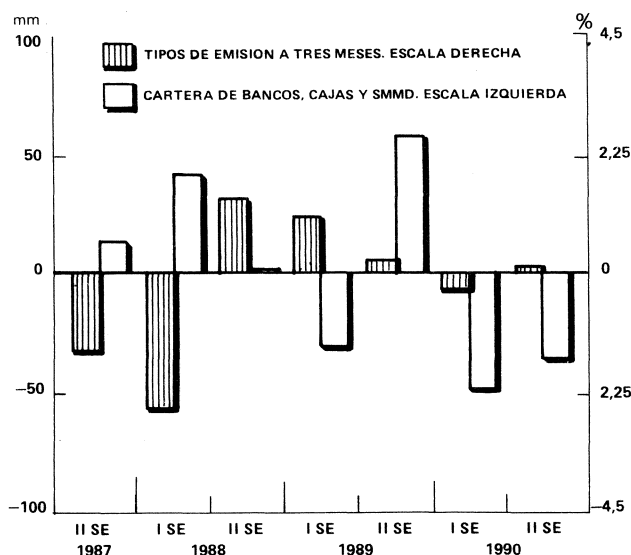
(1) A partir de junio de 1990, el coste de financiación empresarial, a través de la venta de pagarés a la banca, superó el tipo interbancario, como consecuencia del exceso de oferta que en el mercado de pagarés provocó el racionamiento crediticio derivado de las restricciones administrativas.

7. Mercado español de pagarés de empresa. Tipos de interés

Tipos de interés a tres meses. Comparación con otros mercados



Tipos de interés de emisión y cartera de intermediarios (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Los datos atípicos de II SE 1989 y I SE 1990 obedecen a la reclasificación de transferencias de activo que indujo la circular 13/07/89 del BE.

pagarés de empresa emitidos en serie en un registro oficial del Ministerio de Economía. Actualmente, la inscripción de la emisión y venta de estos instrumentos debe realizarse en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, bien cuando las operaciones sean de carácter público, sin destina-

tario predeterminado, bien cuando, tratándose de colocaciones privadas, los pagarés hayan sido emitidos en forma seriada, siendo susceptibles de posterior recolocación. Esta inscripción debe venir acompañada de una información económica y financiera que permita obtener una visión precisa de las características del emisor y de la emisión. Habrá de explicarse, asimismo, la naturaleza y alcance de la labor de los intermediarios financieros –si los hubiere– en el proceso de colocación. Las emisiones registradas quedan sujetas a una comisión equivalente al 0,35 por mil de su importe, a entregar en la CNMV.

Los principales emisores de pagarés son grandes empresas, bien conocidas y altamente solventes, entre las que destacan las públicas (Renfe, Telefónica, Endesa e INI), las empresas eléctricas privadas, algunas multinacionales y otras de carácter financiero (financieras de ámbito general, de ventas de automóviles, compañías de leasing) (gráfico 6). Recientemente ha tomado importancia un conjunto numeroso de emisores de menor tamaño, pero de buen nivel de solvencia. Este fenómeno ha sido favorecido por las restricciones cuantitativas que desde mediados de 1989 se impusieron al crédito bancario. Como resultado, se ha producido en el período más reciente una disminución apreciable de la concentración de la emisión de pagarés de empresa. Los cinco principales emisores colocaron, durante 1990, sólo un 12 % del total neto emitido.

Los principales demandantes de pagarés de empresa con agentes privados no financieros. El gráfico 6 muestra la estrecha relación que existe entre los aumentos del saldo vivo de pagarés y los incrementos de la cartera del público, considerado éste en un sentido amplio, es decir, incluyendo particulares, empresas no financieras e instituciones de inversión colectiva. Aunque existe una fuerte demanda de particulares, sostenida por el bajo importe nominal mínimo de estos valores (250.000 pesetas), una gran parte de los demandantes son empresas no financieras. Por su parte, el papel de los fondos de inversión se encuentra limitado por estar sus compras de pagarés de empresa sujetas al requerimiento legal de una carta de liquidez de los valores, que debe ser extendida por el intermediario. De hecho esta exigencia coincide en el tiempo (mediados de 1990) con el inicio del descenso de la cartera de estas instituciones, cuya cifra aproximada a finales de 1990 alcanzó los 200 mm.

La operativa de emisión y colocación de pagarés de empresa, así como el papel de los intermediarios, ha variado considerablemente en el transcurso del tiempo. Inicialmente, la operación era canalizada a través de la Bolsa: un banco, previamente adscrito al

sistema, a través de un contrato con la Bolsa, se comprometía a descontar los efectos emitidos, que luego negociaba en Bolsa mediante subasta. Existía, además, la obligatoriedad de un compromiso subsidiario por parte del banco de aportar fondos en caso de iliquidez del emisor en el momento del vencimiento. El sistema bursátil fue posteriormente abandonado por los bancos, que pasaron a realizar las ventas de pagarés directamente con su clientela.

Actualmente, pueden señalarse, en la operativa del mercado, dos sistemas diferentes:

- a) Las colocaciones de pagarés de empresa a través de emisiones seriadas de bajos importes nominales y plazos generalmente cortos (en torno a tres meses). Estas emisiones son vendidas a través de subasta entre las instituciones financieras concurrentes, generalmente bancos, quienes luego redistribuyen el papel entre sus clientes.
- b) Las colocaciones de pagarés de empresa «a medida», es decir, emisiones con destinatario predeterminado, quien configura las condiciones de la emisión –en términos de importes y plazos– de acuerdo con sus necesidades. Para atender este segmento del mercado, algunos de los principales emisores disponen de programas de tipo «masternote» y de redes de colocación directa. Es más común, sin embargo, recurrir a intermediarios financieros –entidades de crédito y, recientemente, sociedades y agencias de valores– para que medien en la colocación de los títulos. Bajo estas condiciones operan la inmensa mayoría de las empresas de menor tamaño que han accedido recientemente a la emisión de pagarés. Los compradores de estos títulos son grandes empresas e inversores institucionales, que buscan la rentabilización de sus excedentes o «puntas» de tesorería. Esta demanda ha determinado altos nominales unitarios y plazos muy cortos de vencimiento (entre una y tres semanas).

Como puede deducirse de los esquemas de colocación descritos, además de la tarea de mediación simple a comisión, muchos intermediarios asumen el papel de «dealers» que toman posiciones en el mercado, bien para dar liquidez a éste o para obtener una ganancia especulativa. Como puede observarse en el cuadro 1, la labor de mediación simple, que entre 1987 y 1989 había perdido importancia relativa frente al esquema «compras a los emisores-ventas al público», volvió a recuperarla, en cierto grado, a partir del establecimiento de límites al crédito al sector privado. Ello se debió, principalmente, a que

en este límite se computaban los aumentos de la cartera de pagarés de empresa en poder de las entidades.

Por su parte, el gráfico 7, que muestra la diferente trayectoria seguida por los tipos de interés y la cartera de los intermediarios, pone de manifiesto la naturaleza de la actuación de los dealers en el mercado. En períodos de caída de los tipos de interés, los bancos ceden parte de su cartera de pagarés de empresa, con lo que obtienen beneficios por plusvalías. El proceso inverso se observa en épocas de alza de los tipos de interés.

Debe resaltarse que este proceso se vio temporalmente alterado en la segunda mitad de 1989, cuando muchas entidades reclasificaron sus transferencias de activos. Esta reclasificación, explicada de forma detallada más adelante, supuso un fuerte aumento de sus carteras de pagarés de empresa, del que se deshicieron en los últimos meses de 1989 y primeros de 1990.

Se estima que el volumen negociado en el mercado secundario de pagarés es de escasa relevancia, aunque se carece al presente de cifras precisas de su tamaño real. El desarrollo de este mercado, cuyas operaciones son canalizadas habitualmente por intermediarios financieros, se ha visto dificultado por la ausencia de homogeneidad en cuanto a riesgos, importes y vencimientos.

En cuanto a mecanismos de compensación y liquidación que pudieran facilitar la negociación de pagarés ya emitidos, no existe un sistema que acoja a la globalidad del mercado. Alguno de los mayores emisores, como Renfe, dispone de su propio sistema de anotaciones en cuenta. Existe, por otra parte, un sistema de compensación para pagarés (Espaclear), al que están adheridos buena parte de los intermediarios del mercado. La negociación se realiza con los títulos que las entidades han depositado previamente en aquella institución, en tanto que el proceso de liquidación se realiza a través de sus cuentas abiertas en el Banco de España. El aumento en el último año del saldo incluido en el sistema, superior al 200 %, da una idea de su creciente importancia, aunque las cifras de negociación no han experimentado un auge paralelo.

Junto a los pagarés de empresa se han desarrollado instrumentos de carácter similar, que han conocido suerte diversa a lo largo del tiempo. El primero, en orden cronológico, fue el mercado de letras endosadas, sustancialmente asimilable al de aceptaciones bancarias. Este mercado, que tuvo cauces de negociación paralelos —a través de Bolsa y de las propias

instituciones bancarias—, surgió a comienzos de los años 80 y llegó a alcanzar, a mediados de 1983, un volumen próximo a los 400 mm, siendo sustituidas, posteriormente, por los pagarés de empresa. A ello contribuyeron, por una parte, los mayores costes —fiscales y operativos— de las letras en relación con los pagarés y, por otra, la inclusión de las primeras entre los activos sujetos a coeficiente de caja.

Otros instrumentos alternativos a los pagarés de empresa son las participaciones y las transferencias de activos, a través de los cuales las instituciones financieras ceden a sus clientes créditos integrantes de sus balances. La diferencia principal entre unas y otras radica en que, en las transferencias, la entidad bancaria cede todos los derechos y obligaciones referentes al activo cedido, que es dado de baja en el balance, mientras que en las participaciones no existe tal cesión completa de derechos y obligaciones, por lo que el activo debe permanecer en el balance y está sujeto al cumplimiento de coeficientes bancarios. Ello motivó, a comienzos de 1989, una rapidísima expansión de cesiones, contabilizadas como transferencias de activo, pero en las que no existía la plena transmisión de los riesgos de impago, por lo que constituían, en realidad, participaciones encubiertas. El carácter espurio de estas operaciones, dirigidas a eludir los coeficientes bancarios aconsejó, a mediados de 1989, la publicación, por el Banco de España, de una circular que fijó con nitidez las características que debían reunir las transferencias de activo. La consiguiente reasignación de partidas en los pasivos bancarios provocó una disminución del saldo vivo de transferencias de activos privados, cuyo importe, a finales de 1990, era tan sólo de 100 mm, frente a los 900 mm que alcanzaba en abril de 1989. Buena parte de estas operaciones reaparecieron en el activo de los balances bancarios como pagarés de empresa en la cartera de las instituciones.

Las participaciones de activo, por su parte, siguieron una trayectoria muy similar. Los saldos de participaciones en poder del público, que llegaron a alcanzar los 600 mm, se han reducido, en la actualidad, a unos 10 mm.

6. CONCLUSIONES

A lo largo del trabajo se ha puesto de manifiesto la importancia que tienen los mercados de pagarés de empresa en los sistemas financieros nacionales considerados. De todos ellos, el más desarrollado, amplio y profundo es, sin duda, el mercado de papel comercial norteamericano, en el que se moviliza un volumen de recursos, tanto en términos absolutos

como relativos, sin parangón en los demás países. Este mercado, con una larga historia, se ha constituido en el referente principal de los demás mercados nacionales de pagarés de empresa surgidos con posterioridad.

El mercado español se sitúa, en una comparación internacional, en un nivel inferior, pero en un grado de desarrollo superior a los principales mercados europeos, existiendo diferencias operativas y regulatorias que determinan las características propias de cada uno de ellos.

En el desarrollo del mercado de pagarés español han colaborado activamente las propias entidades bancarias. Gracias a las ventajas fiscales iniciales de que estos títulos gozaban y a la exención de cumplimiento de coeficientes, los intermediarios bancarios han podido ofrecer a su clientela más exigente remuneraciones superiores a las de otros instrumentos bancarios, sin afectar sensiblemente al coste medio del pasivo. Por otra parte, los bajos nominales unitarios negociados de los pagarés, normalmente de 500.000 o 1.000.000 de pesetas, si se exceptúa el tramo de pagarés a medida, y la escasa disponibilidad, hasta fecha muy reciente, de pasivos bancarios a tipos competitivos, han determinado una elevada demanda minorista, aparte de la inversión institucional, presente también en otros mercados nacionales. Finalmente, las restricciones administrativas impuestas al crédito bancario provocaron un fuerte desplazamiento de las entidades desde la actividad bancaria típica de creación de pasivos y concesión de créditos hacia la desintermediación con pagarés de empresa.

Sin embargo, el proceso de innovación de nuestro sistema financiero, dentro del cual el mercado de deuda pública es pieza fundamental, ha ampliado la gama de instrumentos accesibles a precios de mercado para los pequeños ahorradores. La actual generalización de las cuentas corrientes de alta remuneración, o «supercuentas», y la eliminación de las restricciones administrativas al crédito, pueden repercutir en la evolución del mercado, disminuyendo la actividad de intermediación de los bancos, especialmente en el segmento de pagarés de denominaciones más pequeñas. Por ello, cabría esperar un desplazamiento de las colocaciones desde los particulares hacia grandes inversores de carácter institucional, como es frecuente en otros mercados de papel comercial, en los que los importes nominales mínimos son bastante superiores.

Este proceso puede verse favorecido por la transparencia, relativamente escasa en la actualidad, del mercado de pagarés de empresa. A pesar de que en

un mercado de grandes inversores cabe esperar que éstos dispongan de mejor información, sería conveniente la adopción de medidas preventivas encaminadas a reforzar las garantías de cumplimiento de las obligaciones contraídas por los participantes en el mismo. Esto avalaría la utilidad de introducir empresas de rating, que podrían actuar en tres niveles fundamentales: dando fe de una información contable veraz, certificando la bondad de los distintos ratios financieros, o realizando informes detallados de aspectos concretos de la actividad empresarial. La aparición reciente de nuevos emisores, de solvencia no suficientemente contrastada, incide en la conveniencia de estos mecanismos de calificación, a pesar del buen funcionamiento general del mercado hasta el presente. No obstante, habría que evaluar si el grado de desarrollo del mercado permite el sostenimiento de empresas solventes que presten este tipo de servicios.

Debe destacarse, sin embargo, que en el período más reciente se han producido avances significativos en cuanto a la organización del mercado de pagarés de empresa. Los acuerdos alcanzados entre gran parte de los intermediarios, siguiendo las recomendaciones del Banco de España, han cristalizado en la constitución de una asociación de intermediarios en los mercados de activos financieros, la creación de un sistema de liquidación y compensación y un aumento de la formalización de los pagarés de empresa en anotaciones en cuenta, lo que, en definitiva, se ha traducido en una mejora de la transparencia y agilidad del mercado.

22-V-1991.



La deuda exterior española. Evolución reciente

Este artículo ha sido elaborado por Sofía Galmés, del Servicio de Estudios.

1. INTRODUCCION

A lo largo de los últimos años, y particularmente a partir de 1986, se ha producido una masiva afluencia de capitales exteriores hacia la economía española. Ello ha posibilitado la holgada financiación de los déficit de balanza de pagos en los últimos años, pero ha contribuido, también, a aumentar el saldo deficitario de la subbalanza de servicios en su componente de rentas de inversión.

La secuencia e importe de los pagos futuros que estos flujos de capital generan por rentas de inversión, y sus implicaciones en términos de necesidades de financiación exterior a medio plazo dependen, sin embargo, de su composición: cuanto mayor sea la proporción de fondos que suponen la obligación de pagos por intereses, más gravosa resultará la financiación obtenida en el exterior.

Durante el período 1980-1985, la mayor parte de las entradas de capital exterior se instrumentaron bajo la forma de créditos en moneda extranjera, dada la insuficiencia de financiación a largo plazo en los mercados internos y el carácter liberal de la normativa reguladora de los préstamos exteriores.

En 1986, con la entrada de España en la CEE, mejoraron sensiblemente las perspectivas económicas a corto plazo y las expectativas de rentabilidad de los activos denominados en moneda nacional. Este nuevo marco ha supuesto un gran estímulo para la toma de posiciones en los mercados nacionales por parte de los no residentes. De esta forma, desde 1986 se ha producido un cambio muy pronunciado en la composición de las entradas de capital: la financiación crediticia ha retrocedido significativamente en favor de las inversiones efectuadas por no residentes.

El objeto de este trabajo es analizar los factores que se hallan detrás de este comportamiento de la financiación crediticia exterior y el impacto que sobre el mismo ha podido tener el depósito previo que estuvo vigente desde febrero de 1989 hasta marzo de 1991. La exposición comienza definiendo el concepto de deuda exterior manejado, así como la fuente de obtención de los datos utilizados para el análisis. Más adelante se discuten los principales rasgos de la trayectoria de la composición de la deuda externa a lo largo de la última década, para considerar, posteriormente, los efectos sobre el endeudamiento externo de las restricciones establecidas durante el último período.

2. LOS DATOS Y SUS CARACTERISTICAS

El concepto de deuda exterior utilizado en este trabajo se refiere al endeudamiento contraído por las unidades residentes no bancarias frente a no residentes e incluye los pasivos en moneda extranjera y pesetas convertibles materializados en créditos y títulos de renta fija que suponen la obligación del pago de intereses y la devolución del principal, de acuerdo a un plan de amortización.

Por tanto, este concepto no incluye los depósitos bancarios en pesetas –convertibles o no– de los no residentes así como la deuda comercial. Respecto a las operaciones exteriores de las entidades bancarias hay que señalar que únicamente se considera deuda exterior la parte canalizada por dichas entidades hacia las restantes unidades residentes, destinatarios últimos de los fondos captados en el exterior. Por tanto, no están incluidos en la deuda exterior los pasivos en divisas de las entidades bancarias residentes que han sido invertidos por éstas en instrumentos emitidos por no residentes.

Las series utilizadas del saldo de deuda pendiente de amortizar son las elaboradas en el Banco de España a partir de los estados de deuda exterior que recogen, tanto los créditos recibidos del exterior, como las emisiones de títulos realizadas en mercados exteriores. Estos datos se presentan a final de cada mes y se valoran en dólares según el tipo de cambio comprador de fin de período. Así, las alteraciones en la cotización del dólar, independientemente de que vayan o no acompañadas de variaciones en el endeudamiento en moneda original, modifican el importe del saldo de la deuda (1). Este efecto, cuya magnitud es difícil de precisar, debe ser tenido en cuenta a la hora de analizar la evolución de la financiación obtenida en divisas.

3. EVOLUCION DE LA DEUDA EXTERIOR (1980-1990)

Como se desprende del cuadro 1, la evolución del saldo de deuda del período 80-90 coincide casi plenamente con la evolución del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente: el mayor endeudamiento exterior, entre los años 1980 y 1983, tuvo lugar en el período en el que las necesidades de financiación fueron mayores. En cambio, el lapso de

(1) Una depreciación del dólar, al aumentar el valor en dólares de los componentes de la deuda no denominados en dicha divisa, tiende a sobrevalorar el saldo total de deuda. Una apreciación del dólar actúa en sentido contrario. En todo caso, cuanto menor sea la proporción del saldo de deuda denominado en dólares, mayor será el sesgo introducido por el tipo de cambio.

1. Evolución de la deuda exterior y algunas partidas de la balanza de pagos

millones de \$

	Saldo balanza c/c	Variación reservas	Inversiones directas	Inversiones en cartera	Saldo deuda exterior
1980	-6.291	-650	655	-58	23.719
1981	-6.160	-781	414	-485	27.206
1982	-5.564	-3.486	489	-720	28.772
1983	-3.553	-326	403	-411	29.462
1984	1.070	4.487	521	-330	29.577
1985	1.585	-1.912	561	29	28.585
1986	4.962	2.700	1.582	1.082	24.543
1987	1.233	14.171	1.936	3.599	30.559
1988	-3.098	9.703	3.127	1.118	33.110
1989	-11.636	4.547	3.639	6.394	35.040
1990	-15.720	8.682	7.881	5.764	45.254

Fuentes: *Boletín Económico* del Banco de España y Registro de Caja.

tiempo transcurrido entre 1984 y 1986, en el que la balanza por cuenta corriente presentó superávit, se corresponde con una fase de disminución significativa de la apelación a la financiación externa. La única excepción a este comportamiento general se dio en el año 1987, en el que a pesar de registrarse un superávit por cuenta corriente, el saldo de deuda pendiente de amortizar aumentó de manera sensible, debido sobre todo al elevado diferencial entre el coste del endeudamiento interior y exterior y a la introducción de una serie de medidas liberalizadoras del recurso al crédito exterior.

Por otro lado, a partir de 1986, y como consecuencia del ingreso de España en la CEE, se produjo un proceso muy intenso de entradas de capital a través de inversiones directas y de cartera, alentadas, estas últimas, por el diferencial positivo entre el tipo de interés de la peseta y el de otras divisas.

Durante los años comprendidos entre 1980 y 1984, se facilitó la cobertura de las cuantiosas necesidades de financiación exterior mediante el seguimiento de una política muy liberal de autorización de los préstamos exteriores. El saldo de la deuda externa aumentó constantemente, aunque con intensidad decreciente a partir del año 1982, a pesar de que la fuerte apreciación experimentada por el dólar en este período tendió a generar una infravaloración del saldo de la deuda.

En 1984 la balanza por cuenta corriente presentó, por primera vez en el período considerado, un superávit, hecho que favoreció la práctica de una política de amortización anticipada de deuda exterior (que duraría hasta 1986). Pese a ello, el recurso bruto al crédito exterior fue todavía importante en 1984, debido principalmente al mantenimiento de elevados

diferenciales de tipos de interés en la primera mitad de ese año.

En el período 1985-1986, a la política de amortización anticipada del año precedente se unió una disminución importante de la realización de nuevas operaciones, lo que determinó una considerable reducción de la deuda exterior. En este período, la peseta se apreció respecto al dólar y la balanza de pagos por cuenta corriente presentó saldo superavitario.

En 1987, como consecuencia de las medidas de liberalización tomadas a raíz del ingreso de España en la CEE (1) y de la fuerte elevación de los tipos de interés españoles, se produjo una aceleración en el proceso de endeudamiento externo, que continuó, aunque con menor intensidad, en 1988. La confluencia de este tipo de entradas de capital con otras de tipo más especulativo y la presión que todo ello ejerció sobre el tipo de cambio de la peseta hicieron necesaria la introducción de ciertas restricciones sobre el recurso al crédito externo, que supusieron una detención del proceso de liberalización referido (2). En consecuencia, el ritmo de crecimiento del

saldo de la deuda disminuyó apreciablemente en 1989.

En 1990, sin embargo, pese a la vigencia de las medidas citadas, se registró un crecimiento de la deuda exterior de casi un 26 %. En el epígrafe siguiente se analizan con cierto detalle las razones que explican esta evolución, baste aquí con señalar la influencia de la depreciación del dólar en este comportamiento.

La evolución de la *composición de la deuda por prestamistas* a lo largo de la década, recogida en el cuadro 2, permite destacar tres hechos principales. En primer lugar, se observa un aumento gradual en la participación del sector público exterior en el período 1983-1990, desde el 8 %, en el primero de los años referidos, hasta el 22 %, al finalizar la década.

En segundo lugar, la financiación obtenida de los estados nacionales, del Banco Mundial y del Export-Import Bank disminuyó de forma importante. En contraposición, los créditos concedidos por el Banco Europeo de Inversiones han adquirido una gran importancia relativa. Este cambio en las fuentes de financiación se debió, principalmente, a las mayores posibilidades de captación de créditos en divisas procedentes de los organismos europeos, derivadas de la integración en la CEE.

El endeudamiento con el sector privado exterior, por su parte, refleja un proceso de desintermediación bancaria muy importante a lo largo de la década, debido, fundamentalmente, al desarrollo de

2. Deuda exterior

Detalle por prestamistas

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	% sobre total
Sector público exterior	10,9	9,1	7,9	8,1	8,4	10,9	15,4	15,1	16,1	19,0	21,7	
BEI	...	...	0,5	0,7	1,0	1,6	3,5	4,2	5,9	10,0	13,1	
Estados nacionales, BM y												
Export-Import Bank	5,5	4,5	4,0	3,7	3,3	2,9	2,6	1,5	1,1	0,9	0,5	
Otros (a)	5,4	4,6	3,3	3,7	4,1	6,3	9,3	9,4	9,1	8,2	8,1	
Sector privado exterior	89,1	90,9	92,1	91,9	91,6	89,1	84,6	84,9	83,9	81,0	78,3	
Sistema bancario exterior	66,9	68,3	68,7	68,4	67,6	65,7	66,0	40,9	38,6	35,9	32,1	
Sistema bancario residente	17,7	18,7	19,5	19,4	17,3	14,4	11,9	18,6	20,9	21,0	18,3	
Prestamistas no bancarios	4,4	4,0	3,9	4,1	6,6	9,1	6,7	25,5	24,4	24,2	28,0	
Emisión de títulos (b)	...	...	...	...	...	...	...	18,9	16,8	15,6	15,4	
Entidades no financ. ext. (c)	4,4	4,0	3,9	4,1	6,6	9,1	6,7	6,5	7,6	8,6	12,6	
<i>Matrices y filiales</i>	...	...	...	...	...	...	...	2,4	2,8	4,4	9,4	

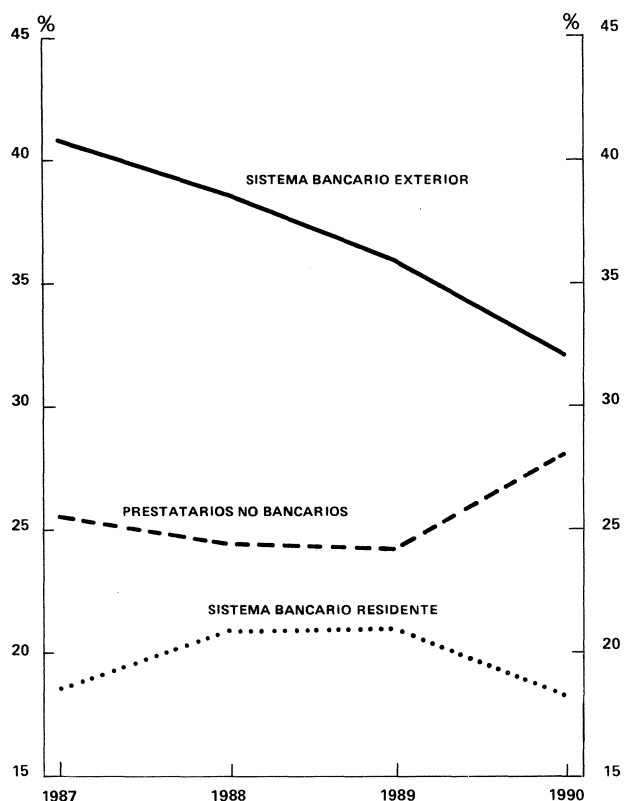
Fuente: *Boletín Económico* del Banco de España.

(a) Incluye, entre otros organismos y entidades públicas extranjeras, los créditos concedidos por el Kreditanstalt für Wiederaufbau, DLP y Federal Financing Bank.

(b) Títulos emitidos en mercados primarios exteriores. Hasta 1987 esta partida estaba integrada en «Sistema bancario exterior».

(c) Además de los créditos a largo plazo estrictamente comerciales otorgados por proveedores, incluye todos los créditos financieros, facilitados por entidades no residentes de carácter no financiero (particular, casas matrices y filiales, etc.).

1. Deuda exterior
Detalle por prestamistas privados
% de participación sobre el total



Fuente: Banco de España.

nuevas vías de financiación, entre las que hay que mencionar los recursos captados mediante la emisión de títulos en divisas en mercados primarios exteriores, y, en 1990, los créditos financieros facilitados por las casas matrices a sus filiales en España.

En cuanto a la *distribución de la deuda por prestatarios* (cuadro 3), debe señalarse que la participación del endeudamiento de las Administraciones Públicas sobre el total aumentó paulatinamente hasta llegar al 17 % en 1985. A partir de esta fecha se invirtió esta tendencia, aunque en 1990 tuvo lugar una fuerte captación de recursos del exterior por parte del Tesoro. Es destacable, además, la importancia que desde 1989 ha cobrado la financiación obtenida en divisas por las Comunidades Autónomas.

Por su parte, las empresas públicas disminuyeron significativamente su contribución al endeudamiento exterior total, fenómeno especialmente acusado en lo que respecta al INI, INH y sus empresas, como consecuencia de la asunción por parte del Estado de deudas de este grupo, así como por la aplicación de una política de amortización acelerada de deuda; hay que tener en cuenta, además, que algunas empresas del INI y del INH han pasado al sector privado.

La contribución del sector de empresas y familias al endeudamiento total fue decreciente hasta 1986, pero a partir de ese año empezó a aumentar, alcanzando en 1988 un porcentaje máximo de participación del 58 %, destacando la gran importancia del endeudamiento de las empresas eléctricas.

3. Deuda exterior
Detalle por prestatarios

	% sobre total										
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Sector público exterior	44,89	45,96	48,66	51,84	52,44	55,62	51,20	44,66	40,81	42,10	44,26
Instituciones financieras	7,83	6,60	7,72	7,57	6,75	6,57	5,98	4,80	4,13	4,08	4,49
Administraciones Públicas	7,08	8,22	10,96	13,93	16,08	17,13	14,95	14,00	12,73	14,80	17,04
Estado	7,08	7,89	10,24	12,87	14,82	16,17	13,93	13,03	11,46	11,25	13,44
CCAA y CL	...	0,33	0,72	1,06	1,26	0,96	1,03	0,97	1,27	3,55	3,60
Empresas públicas no financieras (a)	31,52	31,15	29,98	30,34	29,60	31,92	30,27	25,86	23,95	23,22	22,73
Sector privado	55,11	54,04	51,34	48,16	47,56	42,91	46,84	53,89	58,09	57,11	55,12
Empresas privadas no financieras	55,11	54,04	51,34	48,16	47,56	42,91	46,84	53,89	58,09	57,11	55,12
Sin clasificar, en poder residentes	...	...	...	...	...	1,47	1,96	1,45	1,10	0,79	0,62

Fuente: *Boletín Económico* del Banco de España.

(a) Desde 1985 figuran en esta fila empresas concesionarias de autopistas con deuda exterior, tanto avalada como sin avalar por el Estado, que pasaron en dicha fecha al sector público, y que con anterioridad estaban clasificadas en el sector privado. En mayo de 1988 se trasvasó una de las empresas de este grupo al correspondiente del sector privado.

4. Deuda exterior Detalle por monedas

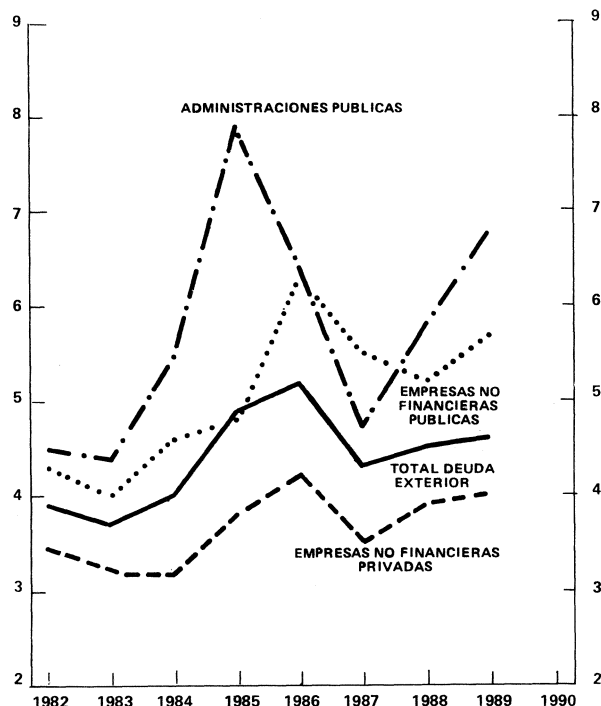
	% sobre total										
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Dólar americano	62,9	63,8	62,4	63,5	58,8	46,9	35,2	32,4	30,8	28,2	25,5
Marco alemán	13,9	11,8	11,1	9,7	9,0	11,9	15,8	16,7	15,8	16,6	14,6
Franco suizo	14,4	14,3	15,2	12,9	12,0	13,1	16,5	18,0	18,3	18,5	17,6
Yen	3,8	3,5	3,9	5,1	9,3	13,5	16,9	16,3	15,1	12,6	9,9
ECU	...	...	0,3	0,7	1,6	4,5	6,0	6,4	8,5	9,9	11,5
Pesetas convertibles	0,7	0,8	1,1	1,1	1,7	2,4	3,1	4,1	6,0	10,1	16,2
Resto	4,3	5,7	6,0	7,0	7,5	7,7	6,5	6,1	5,4	4,0	4,7

Fuente: Boletín Económico del Banco de España.

En cuanto a la *distribución por monedas*, el dólar americano, el franco suizo, el marco alemán, la peseta, el ECU y el yen japonés se repartieron alrededor de un 95 % del saldo de deuda externa durante el período 1980-1990 (cuadro 4). En términos generales, el dólar y el yen han perdido importancia relativa en favor del ECU y de las pesetas convertibles.

El aumento de la participación del ECU ha sido impulsado, principalmente, por el Tesoro, que en los tres últimos años ha realizado emisiones en dicha divisa y ha sustituido deuda denominada en las llamadas «monedas fuertes» (yen, franco suizo y marco alemán) por deuda en dólares y ECU. Para ello ha amortizado deuda anticipadamente, refinanciándola con emisiones de papel comercial o notas a medio plazo.

2. Deuda exterior Vencimiento medio por prestatarios (a)



Fuente: Banco de España.

(a) Momento en el que una cantidad igual a la deuda pendiente sería equivalente a los distintos pagos que han de realizarse en sus vencimientos programados respectivos. El vencimiento medio se ha calculado considerando que a) los futuros vencimientos se producen en la mitad del año respectivamente, b) respecto a la deuda con vencimiento superior a los 15 años, se considera arbitrariamente como si venciera precisamente en dicho año, y c) no se incluye la deuda que no tenga vencimiento determinado.

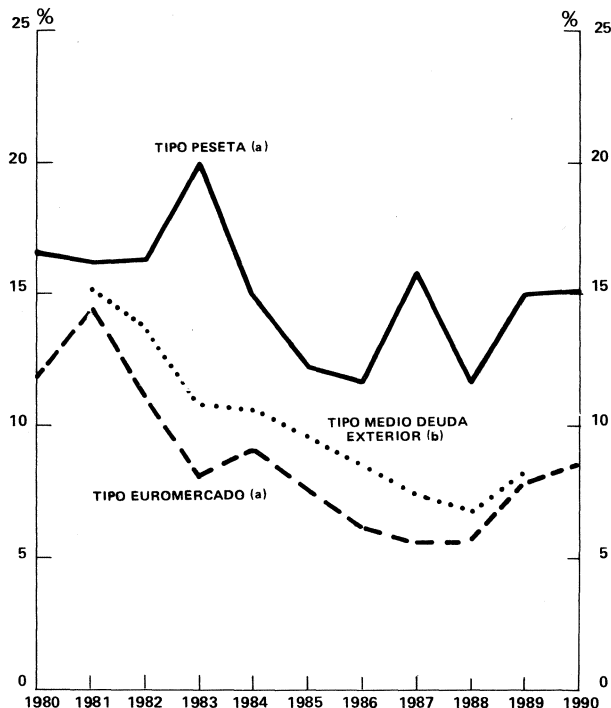
Las pesetas convertibles, por su parte, casi triplicaron su participación en el total de la deuda en los tres últimos años, alcanzando un porcentaje del 16 % en diciembre de 1990. A ello ha contribuido la reinversión en el mercado nacional de los recursos obtenidos en dicha divisa por el Banco Europeo de Inversiones (BEI) mediante la emisión de bonos matador.

En 1987 se interrumpió la tendencia al aumento del período medio de vencimiento de la deuda debido a la existencia de ciertas expectativas de reducción de los altos tipos de interés y de debilitamiento de la peseta, que desaconsejaban el endeudamiento externo a largo plazo. Esta disminución se vio favorecida por la liberalización en marzo de 1986 de los préstamos de vida media superior a un año, ya que hasta entonces estaban sujetos a autorización. Posteriormente, y coincidiendo con una regulación más permisiva para préstamos a más largo plazo, se ha recuperado la tendencia a un suave alargamiento del período medio de vencimiento, siendo el sector público el que ha obtenido, en general, préstamos con un período de vencimiento más largo.

Un cálculo riguroso del tipo de interés medio de la deuda exterior requeriría identificar cada uno de los préstamos contratados (1). Sin embargo, se puede

(1) El cual se suele determinar tomando el tipo LIBOR como base, sobre el que se carga un margen específico (spread) para cada préstamo.

3. Evolución de los tipos de interés nacionales y extranjeros



Fuente: Banco de España.

(a) Tipo de interés a tres meses.

(b) Cociente entre pagos por intereses e importe medio anual de los pagos a fin de mes de la deuda exterior.

obtener una aproximación al mismo mediante el cálculo del tipo de interés medio, que se obtiene por el cociente entre los pagos por intereses y el importe medio anual de los saldos a fin de mes de la deuda exterior. Se observa que el tipo así calculado muestra una correlación positiva con el tipo de interés en el euromercado (1). Dado que esta última

(1) Se obtiene como una media aritmética de los tipos de interés a tres meses en el euromercado de las seis monedas en las que está cifrado más del 90 % de la deuda exterior, ponderadas por su participación en diciembre del año anterior en dicha deuda.

variable está sujeta a menos problemas de valoración, resulta preferible su utilización.

El tipo de interés en el euromercado se fue reduciendo año a año en el periodo comprendido entre 1980 y 1987, pero en los últimos tres años su evolución ha sido creciente. La influencia de este perfil sobre la trayectoria del servicio de la deuda se vio potenciada por el hecho de que aproximadamente las dos terceras partes de los préstamos habían sido contratados a tipo de interés variable. Desde 1981 hasta 1987 se observa una disminución gradual en el pago por intereses, como consecuencia tanto del descenso del tipo de interés medio de la deuda como de la política de amortizaciones anticipadas, practicada, principalmente por parte del sector público, entre 1984 y 1986. A partir de 1988 los pagos por intereses han adquirido paulatinamente mayor importancia, debido al aumento del saldo de deuda y al incremento del tipo medio de interés, mientras que, por el contrario, los pagos por amortización se han reducido como consecuencia, principalmente, de la apreciación de la peseta respecto al dólar.

4. LAS RESTRICCIONES AL ENDEUDAMIENTO EXTERIOR Y SUS EFECTOS (1988-1990)

Como se ha señalado en el epígrafe anterior, la efectividad de las medidas tomadas entre 1988 y 1989 para contener las entradas de capitales a través del crédito exterior, y especialmente el establecimiento del depósito previo, fue muy acusada en 1989 y algo menor en 1990, según las cifras del saldo de la deuda pendiente de amortizar.

Para valorar adecuadamente las repercusiones de estas medidas conviene hacer algunas consideraciones acerca del ámbito de aplicación de las mismas y de las condiciones económicas —nacionales e internacionales— vigentes en el periodo en el que fueron aplicadas.

El depósito previo del 30 % afectaba a los préstamos en divisas o pesetas convertibles contratados por residentes no bancarios, y a la emisión en el ex-

5. Servicio financiero de la deuda

millones de \$

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Servicio financiero de la deuda	7.021	7.168	6.632	8.651	10.335	13.451	6.643	7.873	7.587	6.637
Pagos por intereses	3.850	3.781	3.109	3.219	2.749	2.224	1.915	2.127	2.735	3.181
Pagos por amortización	3.171	3.387	3.523	5.432	7.586	11.227	4.728	5.746	4.852	3.456

Fuente: Registro de Caja del Banco de España.

terior de valores de renta fija denominados en divisas. Por el contrario, no estaban sometidas al mismo las financiaciones obtenidas por el Tesoro y las Comunidades Autónomas, diversas financiaciones del BEI en pesetas, operaciones autorizadas antes de la publicación de la circular 1/89, la renegociación de créditos financieros obtenidos con anterioridad a la fecha de entrada en vigor del depósito y, en fin, los créditos financieros cuya disposición se destina a la realización de operaciones de capital en el exterior. Además, los préstamos a más de cinco años, de matriz o de empresas relacionadas entre sí, son considerados como inversiones directas y, por consiguiente, tampoco habían de constituir depósito previo.

Por lo que se refiere a las condiciones económicas que han prevalecido mientras el depósito previo ha estado vigente, hay que señalar que 1989 y 1990 han sido años en los que se han registrado fuertes déficit por cuenta corriente. Por otra parte, aunque la restricción del depósito previo encarecía la financiación exterior, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos denominados en moneda nacional y en divisas continuó siendo positivo y muy elevado durante el período de vigencia del mismo. En este sentido apuntan los cálculos realizados sobre el coste diferencial de la contratación de préstamos en moneda extranjera tras la imposición del depósito previo obligatorio, según los cuales, esta restricción encarecía anualmente la financiación exterior contratada en dólares y en marcos en torno a 4 puntos porcentuales. Considerando los tipos de interés a tres meses en los eurodepósitos en Londres, correspondientes al mes de agosto de 1990, los diferenciales de la peseta respecto al dólar, marco y libra, teniendo en cuenta el depósito previo, habían sido respectivamente 2,6 %, 2,2 % y -7,2 %. También la apreciación registrada por la peseta en 1990, frente a la práctica totalidad de las divisas en que está denominada la deuda, contrarrestó el efecto del depósito previo (1).

Durante los años 1988 y 1989, el crecimiento del saldo de deuda del sector público fue inapreciable (incluso ligeramente negativo en 1988), en un contexto en el que las condiciones de los mercados financieros internacionales y la fortaleza de la peseta favorecían el endeudamiento en divisas. Fueron, por

lo tanto, las presiones generadas sobre la peseta en este período las que indujeron al sector público a retraerse de los mercados exteriores. El moderado aumento experimentado por la deuda pública exterior en 1989 se debió en su totalidad al endeudamiento de las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales, que, hasta entonces, no habían obtenido financiación en mercados exteriores de manera significativa. En 1990, esta política experimentó un cambio notable; por primera vez desde 1985, el Tesoro ha utilizado con cierta intensidad la financiación en divisas, así, el saldo de su deuda exterior aumentó un 54 %, hasta un total de 6.082 millones de dólares.

Este cambio de actitud del Tesoro responde, en primer lugar, a la prioridad concedida al mantenimiento de un acceso directo a los mercados y al deseo de alargar el plazo medio de la deuda. En este sentido, la financiación en divisas ha permitido al Tesoro emitir deuda con plazos de vencimiento no siempre disponibles en el mercado doméstico, al menos, hasta el primer trimestre de 1990. Con todo, este cambio de actitud se fundamenta, en última instancia, en la conveniencia de abrir mercados exteriores, tanto para el propio Tesoro como para otros emisores residentes; de hecho, las tres emisiones realizadas durante 1990 (1) se han llevado a cabo en mercados en los que el Tesoro nunca había emitido hasta la fecha.

Como consecuencia de las restricciones impuestas en la circular 1/89, el endeudamiento exterior del sector privado registró una reducción en el ritmo de crecimiento a lo largo de 1989. Así, mientras en 1988 la tasa de incremento fue del 17 %, en 1989 sólo alcanzó el 4 %. En el período de 1990 en el que las medidas anteriormente descritas estuvieron vigentes, el saldo de deuda del sector privado se incrementó un 26 %. Una explicación parcial a este crecimiento se encuentra en las condiciones monetarias y financieras de este período, ya comentadas, que han contribuido a continuar haciendo atractivo el endeudamiento externo. No obstante, hay que precisar que en 1990 la mayor intensidad en el proceso de endeudamiento del sector privado ha correspondido a empresas filiales que han obtenido financiación de su correspondiente casa matriz, concepto no sometido al depósito previo. En el cuadro 2, ello se refleja en el fuerte crecimiento de los préstamos concedidos por entidades no financieras.

Con todo, el efecto de sobrevaloración de la deuda debido a la depreciación del dólar ha sido importante, como puede deducirse del cuadro 5, en el que pueden compararse la variación de los saldos

(1) Entre diciembre de 1989 y diciembre de 1990, la peseta se apreció un 13 %. A la hora de analizar el crecimiento del saldo de la deuda exterior experimentado en 1990 hay que tener en cuenta que la fuerte depreciación del dólar ha producido una cierta sobrevaloración, que se ha visto reforzada por la disminución de la proporción de la deuda denominada en dólares.

(1) Formalizadas en dólares, ECU y francos franceses.

6. Movimientos de la deuda

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Movimientos de la deuda exterior (a)	3.487	1.566	690	115	-1.413	-4.101	6.052	2.633	2.016	9.694
Ingresos por utilización (b)	7.377	5.613	5.272	7.206	3.147	3.893	6.883	10.078	7.192	9.014
Pagos por amortización (b)	3.171	3.387	3.523	5.432	7.586	11.227	4.728	5.746	4.852	3.212
Ajustes por diferencia valoración (c)	-719	-660	-1.059	-1.659	3.026	3.233	3.897	-1.699	-324	3.892

Fuente: *Boletín Económico* del Banco de España.

(a) Obtenido por diferencia entre saldos de fin de período de la deuda exterior viva.

(b) Acumulación mensual de los ingresos por utilización y pagos por amortización de los pasivos incluidos en el concepto de deuda exterior.

(c) Diferencia entre las variaciones del saldo de deuda y los movimientos de utilización y amortización de la misma. El signo (-) indica disminución de la deuda cifrada en dólares, consecuencia de una apreciación del dólar frente a las monedas en las que está cifrada la deuda. El signo (+) indica un aumento debido a la depreciación del dólar.

anuales de la deuda con los volúmenes anuales de utilización y amortización de los créditos. Estos últimos se calculan por acumulación de movimientos mensuales, que se han valorado en dólares según el tipo de cambio medio mensual. Se pueden apreciar los importantes efectos de valoración contenidos en las cifras, especialmente en los años en que el dólar registró variaciones más intensas.

5. CONCLUSIONES

La financiación crediticia exterior se ha comportado a lo largo de la década de los 80 como el renglón básico de ajuste de las necesidades de financiación exterior de la economía española. La correlación entre saldo de deuda y déficit o superávit de la balanza de pagos ha sido muy elevada durante todo el período considerado. Ello ha sido, en parte, posible por la política de autorizaciones de préstamos exteriores o de amortización anticipada llevada a cabo por el Banco de España, y en parte por la actuación del sector público, que se ha endeudado con mayor o menor intensidad, dependiendo de las necesidades generales de financiación exterior y de la evolución del tipo de cambio de la peseta.

Pese al efecto dominante de la evolución de la balanza de pagos, el coste del endeudamiento exterior en relación al interior también ha afectado a las decisiones de recurrir a los canales de financiación externa. Esto fue especialmente claro en los años 1987 y 1988, en los que el saldo de deuda obtenida en el exterior fue muy voluminoso, a pesar de un déficit de balanza de pagos todavía muy moderado.

En los últimos años se han producido cambios en la composición de la balanza de capitales, incrementándose de manera muy importante las inversiones directas y de cartera del exterior en España, así como

ciertas entradas de capitales a corto plazo. En este contexto, se ha reducido la participación relativa de la deuda exterior en el conjunto de pasivos exteriores de la economía española.

La composición de la deuda externa por prestamistas ha experimentado a lo largo de la década un cambio cualitativo en su evolución, siendo cada vez menores los préstamos concedidos por organismos supranacionales y aumentando, por el contrario, los préstamos obtenidos en condiciones de mercado. Merecen especial mención, por su rápido crecimiento, la financiación concedida por el BEI y la obtenida mediante emisión de títulos en mercados exteriores.

También la evolución del endeudamiento del sector público ha registrado cambios significativos. En este sentido, es destacable la actuación del Tesoro, que en 1990 ha acudido a los mercados extranjeros para obtener financiación, tras un período de cinco años (1985-1989) en el que había renunciado a endeudarse en el exterior para evitar tensiones apreciatorias sobre la peseta. Por su parte, las Comunidades Autónomas no comenzaron a financiarse significativamente en mercados exteriores hasta 1989.

El ECU y las pesetas convertibles han incrementado su importancia relativa sobre el saldo total de deuda, mientras que el endeudamiento en monedas como el dólar y el yen han visto disminuir su contribución al endeudamiento total.

A lo largo de toda la década ha predominado una tendencia al alargamiento del período de amortización de la deuda, a medida que se consolidaba la solvencia internacional de la economía. Esta tendencia fue transitoriamente interrumpida en 1987 por un episodio pasajero de expectativas de descenso de tipos de interés exteriores y de depreciación de la peseta.

El coste medio de la deuda ha evolucionado paralelamente al tipo de interés en el euromercado a lo largo de toda la década. De esta forma, entre 1980 y 1988 se redujo de manera continuada, tendiendo a elevarse a partir de entonces. Sin embargo, la apreciación registrada por la peseta en relación con la práctica totalidad de las divisas en que está denominada la deuda ha podido compensar en parte el encarecimiento derivado de la evolución más reciente de los tipos de interés.

La evolución del servicio de la deuda fue el resultado de una trayectoria de los pagos por intereses paralela a la evolución del tipo de interés medio de la deuda y de un aumento de los pagos por amortización especialmente concentrado en los años en que la balanza por cuenta corriente presentó saldo superavitario.

El establecimiento del depósito previo redujo el ritmo de aumento de la financiación exterior en los años de vigencia del mismo (1989 y 1990), aunque en 1990 dicha reducción ha sido menos significativa; a esto ha contribuido el comportamiento de los sectores e instrumentos no sometidos al depósito previo. En este sentido, se debe destacar la actuación del Tesoro, de las Comunidades Autónomas, de empresas filiales que han obtenido préstamos de su correspondiente casa matriz y de aquellas empresas que se han endeudado en divisas con el fin de refinanciar su deuda. En todo caso, los problemas de valoración que introducen las oscilaciones del tipo de cambio impiden hacer una valoración más precisa del impacto del depósito previo sobre el saldo vivo de la deuda externa.

22-V-1991.

Los factores estacionales del crédito interno para 1991

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Sánchez y Alberto Cabrero, del Servicio de Estudios.

En este trabajo se presentan los nuevos factores estacionales del crédito interno a las empresas y familias y a las Administraciones Públicas para el período 1980-1990 y las proyecciones para 1991. En la actualización de los factores para el crédito interno otorgado a empresas y familias se ha mantenido la misma estrategia de desestacionalización indirecta a través de sus componentes que la propuesta para 1990. Respecto a la serie del crédito otorgado a las Administraciones Públicas, se ha optado por obtener los factores estacionales a partir de una estimación en dos submuestras, ajustando sendos modelos para cada uno de ellos; uno, para el período que abarca de enero de 1979 a noviembre de 1985, y otro, para el período desde diciembre de 1985 en adelante. La justificación de la estimación por submuestras obedece a características estadísticas de la serie, que ya fueron apuntadas en la revisión de los factores estacionales del año pasado (1).

1. EL AJUSTE ESTACIONAL DEL CREDITO INTERNO A LAS EMPRESAS Y FAMILIAS

Se han vuelto a contrastar las razones que llevaron a proponer en 1990 un cambio en la estrategia para la obtención de los factores estacionales del crédito interno al sector privado y los resultados han sido de nuevo favorables a la utilización de un criterio de desestacionalización desagregada por componentes.

Los nuevos modelos univariantes estimados han mantenido la misma estructura dinámica. El único rasgo relevante ha sido el tratamiento que se ha dado a la restricción del crédito, que tuvo lugar entre julio de 1989 y diciembre de 1990. El efecto de dicha restricción sólo se ha manifestado en las series de banca y cajas.

En el año anterior, la restricción crediticia se recogió mediante un cambio de tendencia permanente desde agosto a diciembre de 1989, ya que no se disponía de suficiente información para estimar otro tipo de intervención. Sin embargo, los datos revelan que la evolución del crédito no ha sido homogénea a lo largo de 1990. Desde agosto de 1989 hasta el final del primer trimestre de 1990 tuvo lugar una moderación en las tasas de crecimiento; a partir del mes de abril y hasta octubre de 1990 se produjo una recupe-

(1) Véase *Boletín Económico*, Banco de España, mayo de 1990. En él también se discute la conveniencia de una desestacionalización del crédito otorgado al sector privado por componentes, así como el grado de desagregación por instituciones que se juzgó más conveniente para realizar el ajuste estacional.

ración del mismo, retornando a tasas de crecimiento menores en el último trimestre del año, cuando se acercaba la fecha de cumplimiento de los compromisos establecidos para diciembre de 1990.

Este comportamiento se refleja claramente en el crédito otorgado por la banca al sector privado, de forma que se ha considerado una única variable que estime conjuntamente todo el período que abarca la restricción, agosto de 1989-diciembre de 1990, y que recoja los sucesivos cambios en la evolución de las tasas comentados anteriormente. En cambio, en el modelo del crédito otorgado por las cajas, el efecto de la restricción queda mejor recogido con un cambio de tendencia permanente.

En cuanto a las series del crédito oficial y del crédito otorgado por las cooperativas, los modelos estimados no presentan ninguna diferencia sustancial con los estimados el año anterior.

Los factores estacionales correspondientes a la desestacionalización de 1991 se presentan en el anexo I. Como puede observarse en el gráfico 1, el perfil estimado para la serie se mantiene respecto a la estimación del año anterior.

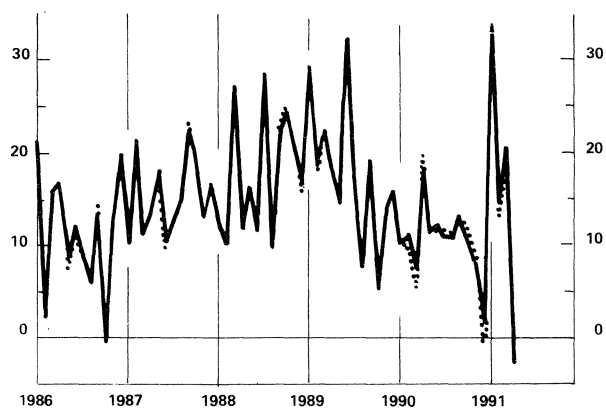
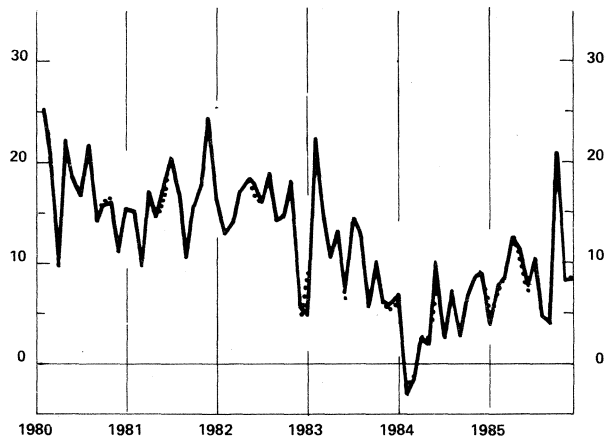
2. EL AJUSTE ESTACIONAL DEL CREDITO INTERNO A LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

La desestacionalización del crédito interno a las Administraciones Públicas para 1991 se ha realizado sobre la misma serie que el año anterior: activo total del sistema crediticio y mercados monetarios. Asimismo, los modelos que sirven de base a la desestacionalización de 1991 recogen explícitamente el efecto de los impuestos. El tratamiento específico de dicha variable y su definición no suponen ningún cambio respecto al año anterior (véase *Boletín Económico*, mayo 1990). De esta forma los factores estacionales son el resultado de combinar la estacionalidad inducida por la recaudación de impuestos y la estacionalidad de carácter estocástico.

Ahora bien, en la revisión de los factores estacionales para 1991 se ha procedido a la partición de la muestra en dos períodos y al posterior ajuste de modelos para cada uno de ellos, como posible solución al problema de heteroscedasticidad ya detectado el año anterior.

La estimación del modelo para la desestacionalización de 1990 puso de manifiesto la existencia de una varianza que evoluciona en el tiempo, hecho que está relacionado con el fuerte ritmo de crecimiento que registró el crédito interno concedido a las Administraciones Públicas hasta el año 1986 y su poste-

1. Crédito total a empresas y familias (a)
Tasas T1,1



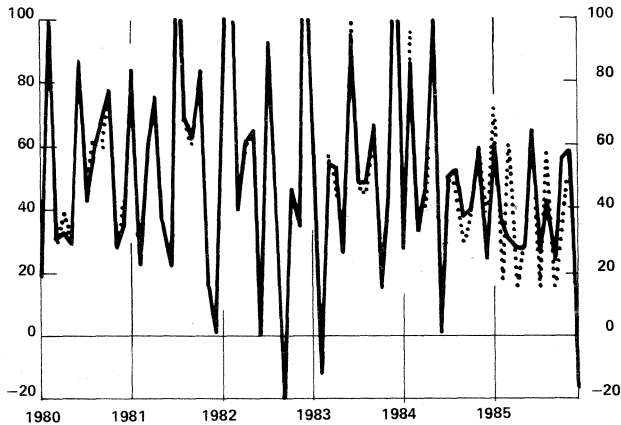
Fuente: Banco de España.

(a) La línea continua corresponde a la desestacionalización de 1991 y la discontinua a la de 1990.

rior moderación. En dicho modelo sólo se trató el cambio en la media que suponen los diferentes ritmos de crecimiento, mediante un cambio de tendencia a partir de noviembre de 1985. Sin embargo, no se llevó a cabo ningún tratamiento específico del problema de la heteroscedasticidad presente en la serie.

La solución a este problema pasaría por el tratamiento conjunto de una varianza evolutiva y la desestacionalización de la serie, cuestión de difícil resolución con los procedimientos actuales de desestacionalización. Una vía alternativa consiste en una estimación por submuestras. Como ya se ha mencionado, la reducción de la variabilidad de la serie a partir de 1986 está asociada al cambio de comportamiento de las Administraciones Públicas, que registraron una drástica reducción de su déficit a partir de dicha fecha. Este cambio hace pensar en

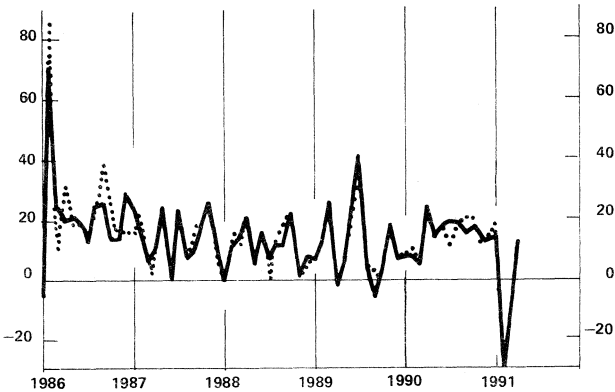
2. Crédito interno a AAPP (a)
T1,1



tivamente respecto al modelo estimado con la primera submuestra. Por otro lado, las tasas resultantes no son distintas de las obtenidas a partir del modelo con la muestra completa (ver gráfico 2). Como puede observarse, las diferencias entre ambas son mínimas, si bien en algunos años, como en 1990, el perfil se suaviza con el modelo propuesto.

Dado que el perfil estimado para la serie es similar, y que desde el punto de vista de la estimación es más eficiente un tratamiento por submuestras, se ha optado por esta vía para la obtención de los factores estacionales de 1991.

22-V-1991.



Fuente: Banco de España.

(a) La línea continua corresponde a la desestacionalización por sus muestras y la discontinua a la desestacionalización de la muestra total.

una posible ruptura en el proceso generador de la serie, que justifica el ajuste de modelos distintos para cada período.

Sobre esta base se procedió a la estimación de dos modelos: uno, correspondiente al período enero de 1979 a noviembre de 1985, y otro, al período diciembre de 1985 a diciembre de 1990, incorporándose en cada uno de ellos la variable de impuestos sin cambio alguno respecto al año anterior. A partir de ambos modelos se han estimado los correspondientes coeficientes estacionales para el período completo (anexo II).

Los modelos ajustados para cada submuestra no difieren en cuanto a la estructura estocástica estimada, confirmándose así el cambio de comportamiento mencionado. Además, la varianza del modelo ajustado para la segunda submuestra disminuye significa-

ANEXO I

FACTORES ESTACIONALES DE LOS COMPONENTES DEL CREDITO A EMPRESAS Y FAMILIAS

	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
CREDITO OTORGADO POR LA BANCA (CREDITO)												
1980-1991	100.120	99.591	99.382	100.120	99.312	99.750	101.542	99.144	98.906	99.770	100.411	102.000
CREDITO OTORGADO POR LAS CAJAS DE AHORRO (CREDITO MAS VALORES DE RENTA FIJA)												
1980	99.526	100.457	100.325	99.784	100.228	100.432	99.600	99.518	99.861	99.768	100.348	100.050
1981	99.595	100.426	100.343	99.818	100.176	100.525	99.662	99.570	99.785	99.725	100.230	100.107
1982	99.610	100.283	100.195	99.763	100.007	100.655	99.868	99.692	99.806	99.751	100.189	100.272
1983	99.640	100.163	100.007	99.584	99.854	100.737	100.128	99.863	99.862	99.823	100.180	100.448
1984	99.692	99.901	99.775	99.371	99.650	100.778	100.370	100.077	99.958	99.891	100.177	100.579
1985	99.589	99.708	99.571	99.307	99.695	100.800	100.617	100.188	99.872	99.908	100.023	100.561
1986	99.573	99.509	99.500	99.435	99.851	100.946	100.863	100.183	99.830	99.936	99.852	100.621
1987	99.607	99.349	99.473	99.432	99.846	100.901	100.837	100.003	99.771	99.912	99.807	100.785
1988	99.840	99.375	99.632	99.591	99.763	100.832	100.761	99.804	99.668	99.764	99.724	100.802
1989	99.991	99.393	99.615	99.714	99.733	100.795	100.852	99.873	99.767	99.839	99.829	100.828
1990	100.063	99.320	99.336	99.612	99.632	100.663	100.901	99.977	99.794	99.996	100.008	100.799
1991	100.103	99.294	99.201	99.541	99.582	100.627	100.898	99.983	99.798	100.037	100.053	100.795
CREDITO OTORGADO POR LAS COOPERATIVAS DE CREDITO (CREDITO)												
1980	100.603	100.146	99.393	98.993	98.608	100.244	101.015	99.969	99.907	101.017	100.802	100.535
1981	100.396	100.630	99.415	98.121	97.599	98.767	100.105	99.468	99.218	100.583	101.096	102.063
1982	101.866	101.408	100.301	99.248	98.309	98.485	99.091	98.624	98.870	99.862	100.613	102.085
1983	101.953	101.725	101.173	100.273	99.344	99.955	100.134	99.157	98.879	99.217	99.644	100.784
1984	100.380	100.201	100.175	99.412	98.926	99.873	100.092	99.374	99.386	100.071	100.725	101.294
1985	100.374	99.774	99.669	99.487	99.440	100.046	100.351	99.831	99.944	100.614	101.206	101.435
1986	100.393	100.086	99.658	99.552	99.147	99.179	99.403	99.012	99.099	99.963	100.922	101.321
1987	100.331	100.035	99.868	99.749	99.215	99.951	100.015	99.264	99.475	100.660	101.486	101.995
1988	100.793	100.117	100.064	99.285	98.213	99.085	99.616	99.201	99.728	100.586	100.552	101.042
1989	100.653	100.591	100.483	99.411	98.451	99.088	99.702	99.667	100.332	100.848	100.958	100.970
1990	100.312	100.188	99.846	99.106	98.527	99.060	99.765	99.644	99.956	100.635	101.257	101.379
1991	100.642	100.378	99.915	99.228	98.647	99.234	99.833	99.437	99.664	100.491	101.069	101.347
CREDITO OTORGADO POR EL CREDITO OFICIAL (CREDITO MAS VALORES)												
1980	100.204	99.713	100.581	99.562	99.386	101.008	100.093	99.469	100.207	99.146	99.183	101.432
1981	100.116	99.645	100.595	99.675	99.402	100.972	100.143	99.461	100.236	99.191	99.153	101.373
1982	100.134	99.661	100.774	99.814	99.404	100.855	100.090	99.449	100.298	99.177	99.109	101.256
1983	100.056	99.528	100.919	99.939	99.502	100.785	100.115	99.516	100.358	99.165	99.088	101.016
1984	99.940	99.313	100.975	100.055	99.645	100.744	100.200	99.657	100.517	99.295	99.168	100.721
1985	99.829	99.109	100.929	100.031	99.582	100.644	100.215	99.767	100.794	99.627	99.301	100.618
1986	99.775	98.994	100.921	99.882	99.464	100.593	100.112	99.789	100.912	99.756	99.279	100.510
1987	99.756	99.114	100.936	99.797	99.524	100.555	100.052	99.801	100.894	99.753	99.323	100.372
1988	99.830	99.425	100.897	99.696	99.650	100.426	99.999	99.697	100.778	99.733	99.355	100.254
1989	100.029	99.720	100.983	99.672	99.756	100.242	99.848	99.497	100.706	99.664	99.440	100.246
1990	100.189	99.913	101.090	99.673	99.855	100.127	99.813	99.385	100.698	99.577	99.420	100.225
1991	100.201	99.935	101.122	99.662	99.889	100.109	99.836	99.376	100.715	99.562	99.417	100.228

ANEXO II

FACTORES ESTACIONALES DEL CREDITO INTERNO A LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
ACTIVO TOTAL DEL SISTEMA CREDITICIO Y MERCADOS MONETARIOS FRENTE A ADMINISTRACIONES PUBLICAS												
1980	99.635	98.249	102.264	102.084	99.573	103.093	102.567	98.894	100.316	99.713	95.822	97.513
1981	99.661	97.783	102.270	102.757	99.537	101.810	103.466	99.247	100.271	99.680	95.320	97.560
1982	100.416	98.066	102.197	102.835	99.911	101.390	103.572	99.524	100.002	99.596	94.577	97.866
1983	101.210	97.955	102.154	102.962	99.844	101.332	103.681	99.240	99.877	99.106	93.598	97.987
1984	101.939	98.412	102.636	103.326	100.240	101.242	103.620	98.794	99.479	98.675	93.304	98.100
1985	102.513	98.413	102.963	100.160	101.703	102.336	99.609	100.843	100.293	95.660	95.451	99.928
1986	98.678	100.512	101.782	99.371	100.643	102.247	98.594	99.402	101.063	99.027	99.068	99.906
1987	99.745	100.080	100.958	100.033	100.765	101.965	99.082	99.130	100.305	99.492	98.779	99.886
1988	100.083	99.453	100.748	99.946	100.231	100.665	99.908	99.511	100.521	99.793	99.128	100.266
1989	100.069	99.397	100.985	99.842	100.382	102.982	100.659	98.837	100.502	98.713	100.054	98.681
1990	98.973	99.310	101.062	99.226	100.239	101.408	99.354	99.557	103.642	97.526	98.537	100.366
1991	99.790	99.189	101.264	99.173	100.333	101.201	98.674	99.850	101.105	98.864	99.729	100.575

Información del Banco de España

TIPOS DE INTERES ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS, CAJAS DE AHORRO Y ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO

Situación al día 30 de abril de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEIS GRANDES					
BILBAO VIZCAYA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
CENTRAL	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CREDITO	13,75	30,47	27,50	30,47	27,50
HISPANO AMERICANO	13,25	31,48	28,00	31,08	28,00
POPULAR ESPAÑOL	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
SANTANDER	12,50	32,31	29,00	32,31	29,00
<i>Media simple</i>	<i>13,54</i>	<i>31,69</i>	<i>28,33</i>	<i>31,49</i>	<i>28,33</i>
COMERCIALES					
ABEL MATUTES TORRES	13,90	24,24	22,00	24,24	22,00
ALBACETE	-	-	-	-	-
ALCALA	13,65	25,00	-	(4,00)	-
ALICANTE	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
ALICANTINO DE COMERCIO	-	-	-	-	-
ANDALUCIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
ASTURIAS	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
ATLANTICO	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
B.N.P. ESPAÑA	15,25	31,10	29,00	(3,00)	-
BANIF	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
BARCELONA	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00
BARCLAYS S.A.E.	13,00	28,65	26,00	28,65	26,00
BILBAO MERCHANT	13,65	-	-	-	-
CASTILLA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
CATALANA	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00
CITIBANK ESPAÑA	14,75	31,08	28,00	(4,06)	(4,00)
COMERCIAL ESPAÑOL	12,82	32,31	29,00	32,31	29,00
COMERCIAL TRANSATLANTICO	14,75	29,85	27,00	29,85	27,00
COMERCIO	13,92	32,31	29,00	32,31	29,00
CONDAL	-	-	-	-	-
CONSOLIDADO ESPAÑA	13,10	26,56	25,00	27,44	25,00
COOPERATIVO ESPAÑOL	15,00	22,71	-	(4,00)	-
CREDIPAS	-	24,36	22,00	23,88	22,00
CREDIT & COMMERCE	15,53	28,82	-	28,82	-
CREDITO BALEAR	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
CREDITO CANARIO	15,03	32,31	29,00	32,31	29,00
CREDITO Y AHORRO	15,31	28,65	26,00	28,65	26,00
DEPOSITOS	7,19	18,71	-	19,25	-
ETCHEVERRIA	13,09	28,64	-	(7,00)	-
EUROHIPOTECARIA	15,50	20,97	-	20,97	-
EUROPA	14,50	32,31	29,00	32,31	29,00
EUROPEO DE FINANZAS	13,00	32,30	29,00	(9,50)	-
EXPORTACION	13,10	26,25	24,00	26,25	24,00
EXTERIOR DE ESPAÑA	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTERIOR INTERNACIONAL	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
EXTREMADURA	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINANZAS E INVERSIONES	15,75	20,00	-	(2,00)	-
FINANZIA BANCO DE CREDITO	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
FINESOR	-	-	-	-	-
GALICIA	14,25	31,25	27,50	30,47	27,50
GALLEGO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GENERAL	14,30	30,47	27,50	30,47	27,50
GESTION E INVERSION FINANCIERA	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO	13,65	27,69	26,00	(7,00)	0,00
HERRERO	13,52	32,31	29,00	32,31	29,00
HUELVA	-	-	-	-	-

(Continuación) 2

Situación al día 30 de abril de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
COMERCIALES					
IBERCORP	15,87	28,07	25,00	23,88	22,00
INTERNACIONAL DE COMERCIO	14,61	29,86	27,00	29,86	27,00
INVERSION	—	—	—	—	—
INVERSIONES Y SERVICIOS FINANCIEROS	16,98	29,33	—	28,65	—
ISLAS CANARIAS	15,31	28,65	—	28,65	—
JEREZ	13,25	31,48	28,00	31,08	28,00
JOVER	12,72	32,31	29,00	32,31	29,00
MADRID	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
MAPFRE	14,00	27,44	—	27,44	—
MARCH	13,00	30,60	27,00	29,86	27,00
MAS SARDA	13,65	25,44	24,00	26,25	24,00
MERCANTIL DE TARRAGONA	13,92	31,48	28,00	31,08	28,00
MERIDIONAL	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
MURCIA	12,77	32,31	29,00	32,31	29,00
NATWEST MARCH	13,50	30,60	27,00	29,85	27,00
PASTOR	13,65	29,85	27,00	29,85	27,00
PENINSULAR	—	—	—	—	—
PRIVAT BANK	15,00	28,07	25,00	28,07	25,00
PUEYO	10,66	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL	13,65	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL MULTIBANCA	14,20	21,55	20,00	28,65	26,00
SANTANDER NEGOCIOS	18,11	22,71	21,00	18,11	17,00
SEVILLA	—	—	—	—	—
SIMEON	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
SINDICATO DE BANQUEROS BARNA.	15,59	32,31	29,00	32,31	29,00
TOLEDO	—	—	—	—	—
UNIVERSAL	14,20	28,65	—	28,65	—
VALENCIA	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA	13,65	31,25	27,50	30,47	27,50
VITORIA	13,10	30,47	27,50	30,47	27,50
ZARAGOZANO	14,20	31,88	28,00	31,88	28,00
<i>Media simple</i>	13,93	29,44	27,21	29,59	27,13
INDUSTRIALES					
BANCAPITAL	13,00	25,58	23,00	25,58	23,00
BANCOVAL	14,20	23,88	—	23,88	—
BANKINTER	11,75	32,30	29,00	(9,50)	—
CATALA DE CREDIT	14,20	30,47	27,50	30,47	27,50
CHASE ESPAÑA	16,10	25,81	—	25,81	—
DESARROLLO ECONOMICO ESPAÑOL	14,60	28,65	—	28,65	—
EXTERIOR DIRECTO	13,65	32,31	29,00	32,31	29,00
FOMENTO	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
GRANADA	14,06	32,31	29,00	32,31	29,00
INDUSTRIAL DE BILBAO	13,10	25,44	24,00	26,25	24,00
INDUSTRIAL DE CATALUÑA	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00
INDUSTRIAL DE GUIPUZCOA	13,00	28,65	—	28,65	—
INDUSTRIAL DEL MEDITERRANEO	13,50	32,30	29,00	32,30	29,00
NOROESTE	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL	—	—	—	—	—
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	16,42	27,44	25,00	27,44	25,00
POPULAR INDUSTRIAL	13,37	31,25	27,50	30,47	27,50
PRIVANZA	15,87	32,31	29,00	32,31	29,00
PROGRESO	14,20	27,44	—	27,44	—
PROMOCION DE NEGOCIOS	14,01	32,31	29,00	32,31	29,00
URQUIJO	14,20	27,69	26,00	28,65	26,00
<i>Media simple</i>	14,04	29,51	27,50	29,41	27,38

(Continuación) 3

Situación al día 30 de abril de 1991

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c.c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
EXTRANJEROS					
ALGEMENE BANK	13,73	21,55	—	21,55	—
AMERICA	13,50	21,50	20,00	21,50	20,00
ARABE ESPAÑOL	13,50	28,73	25,00	28,73	25,00
BANKERS TRUST	15,25	22,00	—	22,00	—
BARCLAYS BANK INTERNAT.	13,00	28,65	26,00	28,65	26,00
BRASIL	16,98	27,44	25,00	(3,00)	—
BRUXELLES LAMBERT	15,03	21,55	20,00	21,55	20,00
CAISSE N.C. AGRIC	13,25	24,36	—	(2,01)	—
CHASE MANHATTAN	16,10	27,24	—	(3,08)	—
CITIBANK	14,00	25,00	—	30,00	—
COMMERCIALE ITALIANA	15,62	22,44	—	(2,50)	—
COMMERZBANK	15,31	21,55	20,00	21,55	20,00
CONTINENTAL ILLINOIS	—	—	—	—	—
CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE	14,48	23,88	22,00	(4,06)	(4,00)
CREDIT LYONNAIS	16,14	23,88	22,00	(3,00)	—
CREDIT SUISSE	13,77	27,44	25,00	(3,03)	(3,00)
CREDITO ITALIANO	14,25	24,00	—	24,00	—
DEUTSCHE BANK	14,75	24,37	—	24,37	—
DEUTSCHE BANK CREDIT S.A.	15,31	27,44	25,00	(4,06)	(4,00)
DRESDNER BANK	13,35	24,60	22,00	24,60	22,00
ESPIRITU SANTO Y COM. LISBOA	14,50	24,00	—	24,00	—
ESTADO SAO PAULO	13,10	26,82	24,00	26,82	24,00
EXTERIOR DE LOS ANDES	12,00	27,44	—	27,44	—
FIRST INTERSTATE	17,25	22,50	—	(5,00)	—
FIRST N. BANK OF CHICAGO	15,98	26,82	—	(4,06)	—
FOMENTO EXTERIOR PORTUGAL	15,86	33,18	29,00	33,18	29,00
FUJI BANK LIMITED	16,42	32,31	29,00	32,31	29,00
GB BANCO BELGA	17,00	24,32	23,00	(3,04)	(3,00)
INDOSUEZ	13,60	20,00	—	20,00	—
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN LTD.	16,14	26,82	24,00	26,82	24,00
INST. BANC. S. PAOLO DI TORINO	15,75	22,00	—	(4,00)	—
JYSKE BANK	14,25	32,80	29,00	32,80	29,00
LLOYDS BANK	14,75	26,25	24,00	(4,06)	(4,00)
MANUF. HANNOVER TRUST	15,00	28,39	25,00	(2,02)	(2,00)
MIDLAND BANK	16,99	25,00	—	(3,00)	—
MITSUBISHI BANK	13,62	25,59	—	(2,00)	—
mitsui taiyo kobe bank	12,50	22,00	—	22,00	—
MORGAN GUARANTY	13,00	15,50	—	16,00	—
NACION ARGENTINA	15,50	24,36	22,00	(4,00)	—
NAPOLI	13,25	23,14	21,00	(5,10)	(5,00)
NAT. WESTMINSTER BANK	13,50	30,60	27,00	(6,66)	(6,50)
NATIONALE DE PARIS	15,25	31,10	29,00	(3,00)	—
NAZIONALE LAVORO	14,75	25,06	—	21,55	—
PARIBAS	15,30	21,55	—	(2,00)	—
PORTUGUES DO ATLANTICO	14,65	29,33	—	(4,07)	—
REAL	18,14	24,00	—	22,00	—
ROMA	14,93	21,00	20,00	(2,00)	—
ROYAL BANK OF CANADA	14,85	28,00	—	(2,00)	—
SANWA BANK	15,75	25,33	24,00	(2,00)	—
SAUDI ESPAÑOL	16,14	27,44	25,00	27,44	25,00
SOCIETE GENERALE	15,03	26,25	—	(3,03)	—
SUMITOMO BANK	12,50	21,55	20,00	(2,02)	(2,00)
THE DAI - ICHI KANGYO BANK LTD.	14,00	28,07	—	(4,00)	—
THE TOKAI BANK. LTD.	14,50	—	—	—	—
TOKYO	16,20	24,32	—	(2,02)	—
WESTDEUTSCHE LANDESBANK G.	16,00	27,44	25,00	27,44	25,00
<i>Media simple</i>	14,82	25,33	24,00	25,13	24,46
TOTAL					
<i>Media simple</i>	14,26	28,02	26,45	28,64	26,84

(Continuación) 4
Situación al día 30 de abril de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ALBACETE	15,03	25,44	24,00	26,65	24,00
ALICANTE PROVINCIAL	16,70	27,44	25,00	27,44	25,00
ASTURIAS	14,00	23,21	22,00	(4,00)	(4,00)
AVILA MONTE	14,49	25,06	—	25,06	—
BADAJOS	13,65	22,71	—	(4,00)	(4,00)
BALEARES	17,33	26,25	—	26,25	—
BILBAO VIZCAYA	13,65	26,25	24,00	26,25	24,00
BURGOS C.C.O.	13,42	21,00	—	21,55	—
BURGOS MUNICIPAL	13,65	21,00	20,00	21,55	20,00
C. A. GUIPUZCOA Y S. SEBASTIAN	13,65	25,44	24,00	25,44	24,00
C. A. Y PENSIONES DE BARCELONA	14,20	27,44	25,00	27,44	25,00
CANARIAS GENERAL	14,20	25,06	—	(4,00)	(4,00)
CANARIAS INSULAR	14,75	25,44	24,00	26,25	24,00
CARLET	12,68	23,88	—	23,88	—
CASTELLON	13,92	26,25	24,00	26,25	24,00
CATALUÑA	13,92	27,44	25,00	27,44	25,00
CECA	14,25	24,32	23,00	(2,00)	(2,00)
CORDOBA MONTE	12,00	24,04	22,75	24,77	22,75
CORDOBA PROVINCIAL	13,10	24,32	23,00	25,06	23,00
CUENCA Y CIUDAD REAL	13,92	26,25	—	26,25	—
ESPAÑA DE INVERSIONES	13,10	23,21	—	(5,09)	—
EXTREMADURA	9,52	23,21	—	23,88	—
GALICIA	12,55	26,56	25,00	(4,00)	(4,00)
GERONA	13,10	26,56	—	27,44	—
GRAL. AH. DE GRANADA	14,75	26,56	25,00	27,44	25,00
GUADALAJARA	14,20	25,44	—	26,25	—
HUELVA Y SEVILLA	10,00	23,21	—	(5,09)	—
IBERCAJA	13,64	24,00	—	24,00	—
INMACULADA DE ARAGON	12,55	26,56	—	27,44	—
JAEN	15,00	26,56	—	27,44	—
JEREZ	12,28	25,06	—	(2,02)	—
LAYETANA	14,50	29,86	27,00	29,86	27,00
MADRID	14,00	23,88	22,00	(6,14)	—
MANLLEU	13,20	29,87	—	29,87	—
MANRESA	13,50	28,82	27,00	(3,00)	—
MEDITERRANEO	14,75	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA	13,75	28,65	—	(8,00)	—
NAVARRA	14,75	25,44	24,00	26,82	24,00
ONTENIENTE	15,31	25,06	—	25,06	—
ORENSE	14,20	25,44	24,00	26,25	24,00
PAMPLONA MUNICIPAL	11,00	22,10	—	23,14	—
POLLENSA	15,30	25,06	—	25,06	—
PONTEVEDRA	14,25	26,56	—	27,44	—
POSTAL	12,82	23,21	22,00	23,88	22,00
RIOJA	15,86	22,00	22,00	23,88	22,00
SABADELL	13,92	28,65	26,00	28,65	26,00
SAGUNTO	13,65	28,65	—	28,65	—
SALAMANCA	10,38	26,56	—	27,44	—
SANTANDER Y CANTABRIA	14,75	21,00	21,00	(6,00)	(6,00)
SEGOVIA	14,20	21,55	20,00	21,55	20,00

(Continuación) 5
Situación al día 30 de abril de 1991

CAJAS DE AHORRO	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c		Excedidos cta/cto (a)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
SEVILLA SAN FERNANDO	14,00	25,06	23,00	(5,09)	(5,00)
SORIA	13,50	19,25	—	(4,00)	(4,00)
TARRAGONA	13,00	25,00	—	(5,00)	(5,00)
TARRASA	14,00	26,84	—	26,84	—
TOLEDO	14,00	25,44	—	25,44	—
UNICAJA	14,00	28,07	25,00	27,44	25,00
VALENCIA	13,75	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA PROVINCIAL	14,00	25,06	23,00	25,06	23,00
VIGO	14,25	26,56	25,00	27,44	25,00
VILLAFRANCA DEL PENEDES	13,10	27,44	—	(3,00)	(3,00)
VITORIA Y ALAVA	13,65	24,32	23,00	25,06	23,00
TOTAL					
<i>Media simple</i>	13,75	25,34	23,74	26,03	23,87
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO					
BANCO DE CREDITO AGRICOLA	14,75	21,00	—	(6,5)	—
BANCO DE CREDITO INDUSTRIAL	13,92	24,32	—	25,06	—
BANCO HIPOTECARIO	—	21,00	20,00	(6,14)	(6,00)
BANCO DE CREDITO LOCAL	15,87	18,81	18,00	19,25	18,00
<i>Media simple</i>	14,84	21,28	19,00	22,16	18,00

(a) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

CIRCULARES Y COMUNICACIONES VARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS DEL BANCO DE ESPAÑA

COMUNICACIONES VARIAS	CONTENIDO
Instrucción de 16 de abril de 1991 (Ref. Int. CV 5/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Obligaciones del Estado, al 12,25 % a 10 años, emisión de 25 de marzo de 1990. Subastas de mayo y junio de 1991.
Instrucción de 16 de abril de 1991 (Ref. Int. CV 6/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 11,90 % a 5 años, emisión de 16 de mayo de 1991. Subastas de mayo, junio y julio.
Instrucción de 16 de abril de 1991 (Ref. Int. CV 7/91)	Entidades de depósito y otros intermediarios financieros. Bonos del Estado, al 12 % a 3 años, emisión de 16 de mayo de 1991. Subastas de mayo, junio y julio.
Instrucción de 19 de abril de 1991 (Ref. Int. CV 8/91)	Bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito. Modificación a la instrucción de 11 de febrero de 1991 (Ref. Int. CV 3/91).

REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas durante el mes de mayo de 1991

Código	Nombre	Fecha	Concepto
CAJAS DE AHORRO			
2103	Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera (Unicaja)	07.05.91	Alta con domicilio social en Avda. Andalucía, 10-12.-29007 Málaga, por fusión de M.P. y C.A. de Ronda, C.A. y M.P. de Almería, C.A. y M.P. de Cádiz, C.A.P. de Málaga y C.A. y Préstamos de Antequera.
2058	Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda	07.05.91	Baja por fusión.
2020	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Cádiz	07.05.91	Baja por fusión.
2006	Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Almería	07.05.91	Baja por fusión.
2039	Caja de Ahorros Provincial de Málaga	07.05.91	Baja por fusión.
2007	Caja de Ahorros y Préstamos de Antequera	07.05.91	Baja por fusión.
2102	Caja de Ahorros Provincial de Alicante y Valencia	13.05.91	Alta con domicilio social en Avda. de Oscar Esplá, 37.-03007 Alicante, por fusión de la C.A. Provincial de Alicante y la C.A. Provincial de Valencia.
2005	Caja de Ahorros Provincial de Alicante	13.05.91	Baja por fusión.
2093	Caja de Ahorros Provincial de Valencia	13.05.91	Baja por fusión.
2104	Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	20.05.91	Alta con domicilio social en Plaza de los Bandos, 15-17.-37002 Salamanca, por fusión de la C.A. y M.P. de Salamanca y la Caja General de Ahorros y Préstamos de la Provincia de Soria.
2061	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Salamanca	20.05.91	Baja por fusión.
2072	Caja Gral. de Ahorros y Préstamos de la Provincia de Soria	20.05.91	Baja por fusión.
DEMÁS ENTIDADES (Ley 26/1988)			
4728	EXTELEASING, S.A.	03.05.91	Cambio de denominación social por BEX LEASING, S.A., S.A.F.
8782	Financiación y Créditos Valencia, S.A., Compañía de Financiación	06.05.91	Baja por disolución.
9811	Centro de Avaluos de la Metalurgia Catalana, S.G.R.	17.05.91	Cambio de denominación social por Centro de Avaluos para la Industria y la Edición, S.G.R.
8583	Compañía de Financiación de Grandes Almacenes, S.A.	13.05.91	Cambio de domicilio social a San Severo, s/n.-Edificio B-2.-28042 Madrid.
8378	CONSULCREDIT, S.A., E.F.	21.05.91	Cambio de domicilio social a Plaza Aragón, 2.-50004 Zaragoza.
8910	BANESTO FACTORING, S.A., E.F.	20.05.91	Cambio de domicilio social a José Abascal, 9, 1.º-28020 Madrid.